LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES

Etude statistique de la tendance générale du rendement des obligations et des actions suisses de 1936 à 1950

THÈSE

présentée à la

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE FRIBOURG (SUISSE)

POUR L'OBTENTION DU GRADE DE

DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES ET COMMERCIALES

par

JEAN-M. CLERC

Licencié ès Sciences économiques et commerciales

Imprimerie BUTTY S. A. — Estavayer-le-Lac

— 1953 —

LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES

Etude statistique de la tendance générale du rendement des obligations et des actions suisses de 1936 à 1950

THÈSE

présentée à la

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE FRIBOURG (SUISSE)

POUR L'OBTENTION DU GRADE DE

DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES ET COMMERCIALES

par

JEAN-M. CLERC

Licencié ès Sciences économiques et commerciales

Acceptée par la Faculté de Droit, le 10 juillet 1952,

sur proposition de Monsieur le Professeur Dr Schorer, premier rapporteur,

et de Monsieur le Professeur Dr Biucchi, deuxième rapporteur.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

La Faculté n'entend approuver ni désapprouver les opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs. (Décision de la Faculté du 1er juillet 1916).

A MES PARENTS

Nous tenons à exprimer ici notre respectueuse et sincère reconnaissance à M. le Professeur Dr H. Schorer pour la grande bienveillance qu'il nous à témoignée et l'aide précieuse qu'il a bien voulu nous donner lors de l'élaboration de ce travail. Notre profonde gratitude va également à la Direction et au Personnel des Etablissements bancaires qui, par leurs précieux conseils, ont considérablement facilité notre tâche.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41538116_0012

TABLE DES MATIÈRES

Bibliographie IX

Introduction 1

Première partie

LES VALEURS MOBILIÈRES ET LEUR MARCHÉ

Chapitre premier. — LA NOTION DES VALEURS MOBILIÈRES AU POINT DE VUE ÉCONOMIQUE . . 5

1. Les valeurs mobilières à revenu fixe 6
2. Les valeurs mobilières à revenu variable 9
4. Les valeurs au porteur, les valeurs nominatives . . . 10
4. Les valeurs de placement et les valeurs spéculatives . . 11
5. Les valeurs mobilières dans le circuit économique . . 13

Chapitre II. — LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIÈRES . . 15

1. Les opérations de Bourse 15
2. Le mécanisme de la Bourse 17
3. Les Bourses suisses 19

Deuxième partie

ÉLÉMENTS FONDAMENTAUX DU RENDEMENT DES OBLIGATIONS ET DES ACTIONS

Chapitre premier. — LA NOTION DU RENDEMENT POUR L'INVESTISSEUR 23

1. Le rendement des valeurs mobilières à revenu fixe . . 23

a) La valeur effective du titre et le prix de remboursement égalent le pair 25
b) La valeur effective du titre inférieure au prix de remboursement, ce dernier égale le pair . . . 25
c) La valeur effective du titre supérieure au prix de remboursement, ce dernier égale le pair . . . 25
d) La valeur effective du titre inférieure au pair, le prix de remboursement étant supérieur à ce dernier . 26

2. Le rendement des valeurs mobilières à revenu variable . 27

a) La valeur effective du titre égale le pair . . . 28
b) La valeur effective du titre inférieure au pair . . 28
c) La valeur effective du titre supérieure au pair . . 29

Chapitre II. — LE CHOIX DES VALEURS DE BASE . . . 30

Chapitre III. — LE CALCUL DU RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES 33

Chapitre IV. — QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR LE CHOIX, LE RÔLE ET L'EMPLOI DES FACTEURS DE RENDEMENT DANS NOTRE MÉTHODE DE CALCUL

1. Valeurs mobilières à revenu fixe 49

a) Les cours considérés pour l'établissement du rendement 49
b) Les modalités d'amortissement 51

2. Valeurs mobilières à revenu variable 53

a) Le dividende en tant que facteur de rendement . . 53
b) La valeur nominale 54
c) Les cours des actions, facteurs de rendement . . 54

3. La pondération 55

Troisième partie

LA TENDANCE GÉNÉRALE DU RENDEMENT

Chapitre premier. — LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES DANS LA PÉRIODE D'AVANT-GUERRE: 1936 à 1939 . . . 61

Chapitre II. — LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES PENDANT LA PÉRIODE DE GUERRE: 1940 à 1945 77

Chapitre III. — LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES DANS LA PÉRIODE D'APRÈS-GUERRE: 1946 à 1950 91

Conclusion 105

ANNEXES:

I. Tableau : Hausse et baisse du rendement moyen des valeurs mobilières suisses d'une année à l'autre de 1936 à 1950 . . . . . .

II. Graphique: Rendement moyen des valeurs mobilières suisses de 1936 à 1950 . . . . . .

BIBLIOGRAPHIE

AMONN A.: *Probleme der Kriegswirtschaft. Grundsätzliche Betrachtungen zur Wirtschaftspolitik im Kriege*, Zürich, 1942.

ANGASS L.L.B.: *L'art des placements*, Paris, 1930.
Placements rationnels et spéculation raisonnée, Paris, 1938.

ALDRICH W.W.: *The stock market from the viewpoint of a commercial banker*, New-York, 1937.

BACKES J.: *La spéculation financière. Essai sur sa nature, ses abus et sa réglementation par l'Etat*, Thèse, Genève, 1940.

BARACS J.: *Zins, Kredit und Konjunktur*, dans Archiv für Sozialwissenschaft, Tübingen, 1928, vol. 59.

BADGER R.E./GUTHMAN H.G.: *Investment. Principles and practices*, New-York, 1941.

BAUDHUIN F.: *Placements. Principes permanents d'économie privée*, Louvain, 1944.

BEELER G.: *Die Wertpapiere im schweizerischen Recht*, Aarau, 1937.

BIGO R.: *Les bases historiques de la finance moderne*, Paris, 1933.

BORY E.: *Science pratique de la Bourse*, Lausanne, 1945.

BOVERY U.: *Ueber die rechtliche Natur des Investment Trusts und die Rechtstellung des Zertifikatsinhabers*, Aarau, 1945.

BRENTANO L.: *Die Anfänge des modernen Kapitalismus*, München, 1916.

BRUDERER H.: *Die Namenpapiere*, Aarau, 1944.

BÜCHI J.A.: *Schweizerische Wertpapierbörsen*, Zürich, 1930.

CHEVILLARD G.: *Le Stock Exchange. Les usages de la place de Londres et les valeurs de placement*, Paris, 1911.

COMBAT F.J.: *Manuel des opérations de bourse*, Nancy, 1919.

COURTOIS A.: *Traité des opérations de bourse et de change*, Paris, 1892.

DEUTSCH P.: *Konjunktur und Unternehmung*, Berlin, 1928.

DONNER O.: *La science de la Bourse*, Paris, 1941.

DUPRAZ E.: *Titres et papiers-valeurs*, Lausanne, 1943.

Eidg. Volkswirtschafts-Departement: *Die schweizerische Kriegswirtschaft 1939-1948*, Bern, 1950.

EGGER J.C.: *Kapitalanlage und Vermögensverwaltung*, Tübingen, 1939.

EUCKEN W.: *Referat über Kredit und Konjunktur*, dans Schriften des Vereins für Sozialpolitik, vol. 175, München-Leipzig, 1929.

FAURE J.E.: *La Bourse clairement expliquée*, Paris, 1921.

GESTRICH H.: *Kredit und Sparen*, Jena, 1944.

GIDE CH.: *Cours d'économie politique*, Paris, 1918/19.

HORTLEY-WITHERS: *Stocks and shares*, London, 1923.

HAYEK F.A.: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, dans Beiträge zur Konjunkturforschung, Nr. 1, Wien-Leipzig, 1929.

JORDAN D.F.: *Investments*, New-York, 1942.

JUTZ A.: *Le placement collectif. Etude sur le placement de capitaux par l'intermédiaire des Unit Investment Trust et Investment Fonds*, Thèse, Lausanne, 1941.

KADERLI R.J. et ZIMMERMANN E.: *Handbuch des Bank-,Geld- und Börsenwesens der Schweiz*, Thun, 1947.

KESSLER W.: *Spekulation und Kursbildung an der Effektenbörse*, Diss. Bern, 1946.

KEYNES J.M.: *The general theory of employment, interest and money*, London, 1936.

KOUTAÏSSOF P.: *Le jeu de la Bourse*, Thèse, Lausanne, 1931.

KURZ H.: *Die Schweizer Effektenbörsen, ihre Organisation, ihre Geschäfte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung*, Zürich, 1931.

LANG R.: *Die Zulassung von Wertpapieren zum offiziellen Börsenhandel.* Diss. Zürich, 1934.

LEROY-BEAULIEU P.: *L'art de placer et gérer sa fortune*, Paris, 1926.

LEWINSOHN R./PICK F.: *Sinn und Unsinn der Börse*, Berlin, 1933.

MEREDITH H.A.: *Stock Exchange. Les drames de l'argent à la Bourse de Londres*, Paris, 1932.

MOREAU-NÉRET O.: *Les valeurs mobilières*, Paris, 1939, t. I et II.

MOTTRAM R.H.: *Essai sur la spéculation*, Paris, 1933.

MAYOR A.: *Le développement des Bourses en valeurs mobilières de la Suisse française*, Thèse, Zürich, 1924.

MÜLLER B.: *Die Verkehrsitte, insbesondere im schweizerischen Recht mit Berücksichtigung der Zürcher Effektenbörse*, Bern, 1944.

NEYMARCK A.: *Que doit-on faire de son argent ?*, Paris, 1913.

OBST. G.: *Geld- Bank- und Börsenwesen*, Stuttgart, 1938.

POLLEY A.P.: *The history, law and practice of the Stock Exchange*, London, 1926.

PRION W.: *Die Preisbildung an der Wertpapierbörse*, Leipzig, 1910.
Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, Berlin-Leipzig, 1930.

RENZ J.: *La Bourse des valeurs mobilières à Bâle*, Thèse, Neuchâtel, 1933.

ROSSET P.R.: *Les titres américains*, Lausanne, 1931.

Saling's Börsenpapiere, « Erster (allgemeiner) Teil ». — *Die Börse und die Börsengeschäfte*, 7. Aufl. Berlin, 1897.

SCHMIDT E.: *Die Ernährungswirtschaft der Schweiz als Problem der wirtschaftlichen Kriegsvorsorgen*, Diss. Bern, 1939.

SEIZ R.: *Die rechtliche Organisation der Basler und der Genfer Effektenbörse*, Diss. Zürich, 1941.

SOMARY F.: *Bankpolitik*, 2. Auf. Tübingen, 1930.

Statuten der Versicherungskasse für das Staatspersonal des Kantons Zürich (vom 18.12.50).

VAN DE VELDE G.: *Le rendement des placements*, Louvain, 1944.

WECK de, F.: *L'index des actions suisses*, Thèse, Fribourg, 1936.

PÉRIODIQUES

Annuaire statistique de la Suisse, Berne.

Bulletin financier suisse, Lausanne.

Bulletin financier du Crédit suisse, Zurich.

Bulletin annuel de l'Union de Banques suisses, Zurich.

Bulletin financier de la Société de Banque suisse, Bâle.

Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich.

La Vie économique, Berne.

Manuel des Bourses suisses, Lausanne.

Manuel des valeurs cotées à la Bourse de Genève,
éd. par la Société de Banque suisse, Genève.

Manuel statistique du marché financier suisse, Zurich.

Rapport annuel de la Banque Nationale suisse, Berne.

Rapport sur le Commerce et l'Industrie de la Suisse, publié par le Vorort de l'Union suisse du Commerce et de l'Industrie, Zurich.

Revue suisse d'économie et de statistique, Berne.

COTES BOURSIÈRES

Kursblatt der Zürcher Effektenbörse, 1936-1950, éd. par l'Union de Banques suisses, Zurich.

Kursblatt der Basler Effektenbörse, 1936-1950, éd. par la Société de Banque suisse, Bâle.

Cote de la Bourse de Genève, 1936-1950, éd. par la Chambre de la Bourse de Genève.

Cote journalière de la Bourse de Lausanne, 1936-1950, éd. par le Comité de la Bourse de Lausanne.

RÉGLEMENTS DE BOURSES

Usanzen des Effektenbörsenvereins Zürich (vom 1. Januar 1936).

Usanzen für den Effektenverkehr an der Basler Börse (vom 17. Februar 1944).

Réglement de la Bourse de Genève (du 10 avril 1952).

Réglement de la Bourse de Lausanne (du 24 mars 1924).

TABLES DE RENDEMENT

« *Reta* » *Renditen-Tabellen-Buch*, herausgegeben von M. Müller und E. Holzer, Zürich, 1944.

Comprehensive Bond values Tables, cpd. by Financial Publishing Company, Boston, 1939.

INTRODUCTION

La Bourse, prétend-on, est un des plus sensibles baromètres pour les événements d'ordre politique. Nous devons, en effet, constater que, comme le temps avec sa pression sur le baromètre, c'est bien en première ligne la politique qui a été ces dernières années un des facteurs décisifs à exercer une influence sur les fluctuations de la Bourse.

Si cette maxime est susceptible d'être retenue comme règle générale, elle a sans doute trouvé son application pour la période de 1936 à 1950, période si riche en événements politiques, menés d'abord avec des moyens pacifiques, puis d'autres, les moyens pacifiques ayant échoués. Un seul coup d'œil sur cette période met en évidence qu'elle se trouve sous l'empire d'un événement politique d'une importance capitale: la deuxième guerre mondiale avec ses préliminaires et ses conséquences.

Quoique la Suisse ne fut pas touchée directement par le cataclysme, les événements ont néanmoins jeté leurs reflets les plus marquants sur son activité économique en général et sur ses marchés des valeurs mobilières et leur rendement en particulier. En conséquence, nous avons cru utile de délimiter trois phases ayant leur noyau autour de la guerre comme ligne de démarcation de notre étude du rendement des valeurs mobilières suisses: la première, sous l'influence des préliminaires de la guerre, embrasse les années 1936 à 1939; la seconde s'étend sur la durée de la guerre; la troisième enfin comprend le temps d'après-guerre jusqu'à fin 1950.

La division tripartite de notre étude — avant, pendant et après la guerre — nous est imposée par les faits eux-mêmes. Avant le premier septembre 1939, l'Europe, le monde entier même fait une course aux armements à laquelle notre pays ne reste pas indifférent. Pendant la guerre, la Suisse se trouve encerclée complètement par les puissances belligérantes. Après la guerre, ce fut l'adaptation au temps de paix, le plein rendement de l'industrie suisse demeurée intacte.

Il est certain qu'au cours de chacune de ces phases, le rendement des valeurs mobilières suisses a subi des variations inhérentes à la situation, variations que nous mettrons en relief au cours de notre étude. S'il est vrai que des conditions anormales ont prévalu pendant cette période, il n'en reste pas moins que les porteurs de valeurs mobilières se sont trouvés devant un problème des plus difficiles à résoudre: l'investissement judicieux de leurs capitaux.

Ayant fixé le laps de temps pendant lequel nous nous efforcerons de déterminer la tendance du rendement, nous devons arrêter encore le deuxième palier de la statistique: les chiffres. Ils nous seront donnés par les cours des valeurs traitées aux principales Bourses suisses. Retenir toutes les valeurs cotées dans nos Bourses dépasserait cependant le cadre de notre travail. Les titres les plus représentatifs que nous avons retenus suffiront à donner une image claire de la question soulevée. Nous réduisons ainsi les difficultés techniques, en illustrant les points essentiels de notre étude à l'aide des valeurs les plus typiques.

Avant de traiter du rendement, nous pensons qu'il n'est pas sans intérêt de consacrer quelques pages à la notion des valeurs mobilières ainsi qu'à leur marché, la Bourse, afin de permettre une lecture accessible à toute personne que le problème intéresse.

Première partie

LES VALEURS MOBILIÈRES ET LEUR MARCHÉ

CHAPITRE PREMIER

LA NOTION DES VALEURS MOBILIÈRES AU POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La multiplication des valeurs mobilières est un phénomène commandé par l'évolution économique. Rien d'étonnant donc qu'il ait fallu attendre le 19ème siècle pour voir se présenter les conditions idéales à leur développement. Si, auparavant, ce mode de financement n'était pas très répandu, il n'en existait pas moins sous les formes les plus diverses.

La mise en commun des capitaux n'eut pas toujours le succès qu'avaient escompté leurs prêteurs. Au cours des 17ème et 18ème siècles déjà, par suite d'une gestion malheureuse des finances publiques, Sully, Richelieu, Colbert ne purent éviter de lourds sacrifices aux souscripteurs d'emprunts publics de ce temps [1]). Dans le domaine privé, les Compagnies de Commerce fondées à la même époque à peu près connurent, au point de vue financier, un sort guère meilleur. Les pertes infligées aux porteurs de titres à revenu variable étaient dues moins à la mauvaise gestion des entreprises qu'à la spéculation. Ce fut, en effet, l'œuvre des spéculateurs de mener à la ruine les bailleurs de fonds de la Compagnie de l'Occident fondée par Law en 1717 [2]). Ce fut encore l'œuvre des spéculateurs de mener à la ruine les actionnaires de la Compagnie de la Mer du Sud fondée en Angleterre. A la suite d'autres faillites de «Buble» non moins retentissantes, le gouvernement anglais intervint par l'institution du «Buble Act», ce qui ne fut pas pour dissiper la méfiance et la critique qui avaient jailli à l'égard des valeurs mobilières [3]).

Le penchant aussi ancien que naturel de l'homme à s'assurer une réserve de biens susceptible de le mettre à l'abri du besoin n'a pas été affecté pour autant. Au contraire, c'est en grande partie à l'abondance des capitaux d'épargne que le 19ème siècle doit son développement économique et industriel auquel notre pays ne resta pas indifférent. Parmi d'autres, l'évolution économique de la Suisse à cette époque se trouve en progression constante et ininterrompue depuis un siècle au moins.

---

(1) Moreau-Néret O: « Les valeurs mobilières », Paris, 1939, tome I, p. 31.

(2) Moreau-Néret O.: op. cit., tome I, p. 33.

(3) Meredith H.A.: « Stock Exchange. Les drames de l'argent à la Bourse de Londres », Trad. Bénonville, Paris, 1932, p. 18.

Selon notre auteur, le terme « Buble » s'applique non seulement à la Compagnie de la Mer du Sud, mais aussi au boom auquel elle donna naissance. D'autres Compagnies créées au cours de ce boom et dont les perspectives étaient des plus problématiques furent également appelées « Bubles ».

L'industrie a suivi la voie ouverte par les inventions: machines à vapeur, électricité. Parallèlement à cet essor se sont effectuées la construction et l'exploitation des voies ferrées et des routes, la mécanisation de l'industrie, la création de l'industrie chimique et, last but not least, la multiplication des établissements bancaires. Le milieu dans lequel se développait notre activité économique pouvait être considéré comme parfaitement équilibré. La population, libre de toute préocupation d'ordre monétaire, n'ayant pas connu les horreurs et les dévastations de la guerre pendant trois siècles à peu près, a pu accumuler des richesses en toute confiance.

Autrefois, l'épargnant n'avait à sa disposition que des occasions de placement limitées. Il investissait ses fonds en valeurs réelles: immeubles, champs, prairies et matières premières. Les métaux précieux de même que la thésaurisation avaient aussi leurs adeptes [1]). Peu à peu cependant, à mesure que l'organisation économique a évolué et que le crédit a pris de l'extension, les possibilités de placement se sont étendues. Les richesses sous forme d'épargne ont été de plus en plus consacrées à des achats de titres qui venaient d'être émis par les sociétés dont le nombre est allé croissant au fur et à mesure que les nécessités modernes de la concentration des capitaux se faisaient plus nettement sentir.

Ainsi, avant 1851, les sociétés anonymes étaient en Suisse au nombre de 16 avec un capital nominal de fr. 15,48 millions. En 1920, leur nombre était de 7.266 avec un capital nominal de fr. 5,24 milliards. Ces chiffres ont encore augmenté par la suite et au premier janvier 1936, les statistiques font état de 18.231 sociétés anonymes avec un capital nominal de fr. 8,13 milliards [2]). Le portefeuille suisse doit un tel accroissement à la double influence, d'une part de l'évolution économique et, d'autre part, des ressources accumulées dont une importante partie venait s'investir en titres connus dans la littérature plutôt sous le terme de valeurs mobilières.

1. *LES VALEURS MOBILIÈRES A REVENU FIXE*

Les valeurs mobilières peuvent être classées de différentes façons, suivant leur nature et leur droit. Si nous les regardons à la lumière de leur origine, nous devons faire une distinction entre valeurs nationales et valeurs étrangères. Cette distinction ne semble pas présenter des difficultés justifiant une entrée en matière détaillée. Beaucoup plus complexe est la division des valeurs, compte tenu de leur rendement, en valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu variable [3]).

---

(1) Büchi J.A.: « Schweizerische Wertpapierbörsen », Zurich, 1930, p. 54.
(2) Annuaire statistique de la Suisse, Berne, 1935, p. 316—317,
(3) Büchi J.A., op. cit., p. 12 et ss.

Une différence essentielle, de nature juridique, distingue les valeurs à revenu fixe de celles à revenu variable. Les valeurs à revenu fixe représentent un droit de créance dont le débiteur est en général, soit l'Etat, soit une collectivité publique, soit une société industrielle, commerciale ou financière [1]). Le créancier de cette catégorie de valeurs est, par contre, la personne qui, par souscription, s'est obligée à verser une somme d'argent en contrepartie de laquelle le débiteur s'est engagé à payer annuellement des intérêts et à rembourser le capital dans des conditions déterminées [2]). Toute personne acquérant une telle valeur par voie d'achat jouit des mêmes droits que le souscripteur. Etant donné qu'il s'agit d'évidence d'une créance en faveur du preneur, ces valeurs ont été à juste titre dénommées: obligations. Leur mode de remboursement est prévu au moment de l'émission déjà, par le contrat d'emprunt. Il peut s'effectuer soit à date fixe, soit par un plan établi d'amortissement, soit par le rachat bénévole de la part de l'emprunteur.

Dans le langage courant, on entend par obligations les titres émis par les sociétés, les collectivités publiques (fonds publics) ainsi que ceux émis par l'Etat à moins longue échéance. Les emprunts d'Etat à long terme sont connus plutôt sous le nom de rentes [3]). Les obligations ainsi que les rentes sont caractérisées par un taux fixe des intérêts à payer; elles sont en principe garanties par mise en gage de biens ou par affectation de recettes. A cet égard, M. F. Baudhuin écrit:

« Les valeurs mobilières ne sont d'ailleurs qu'un paravant derrière
« lequel se trouve dans presque tous les cas un actif réel, souvent
« immobilier. La seule exception notable est celle des fonds d'Etat,
« lorsqu'ils constituent une pure créance, sans contrepartie dans le
« domaine public » [4]).

L'émission d'emprunts-obligations est parfois le seul moyen dont dispose l'Etat pour se procurer les revenus nécessaires à la couverture des frais d'administration des affaires publiques ou des dépenses extraordinaires. Il va y recourir chaque fois qu'il ne pourra se procurer par la voie ordinaire les fonds dont il a besoin. L'Etat ne pourrait cependant invoquer ses nécessités ou en certaines circonstances ses facilités pour absorber toutes les disponibilités du marché des capitaux. Dans l'intérêt même de l'Etat, il est nécessaire que l'économie privée, les sociétés de capitaux, trouvent sur le marché intérieur les fonds indispensables à leurs besoins.

L'opportunité d'un emprunt-obligations pour un débiteur de droit privé, de même que les conditions de sa réalisation doivent faire l'objet d'un examen approfondi, car, en plus des charges fixes que représente

---

(1) Faure J.E.: « La Bourse clairement expliquée », Paris, 1921, p. 53.

(2) Moreau Néret O.: op. cit., tome I, p. 45.

(3) Bigo R.: « Les bases historiques de la finance moderne », Paris, 1933, p. 18 et ss.

(4) Baudhuin F.: « Placements. Principes permanents d'économie privée », Louvain, 1944, p. 15.

la somme des intérêts à payer, le remboursement intervient à date fixe également et l'emprunteur ne peut prévoir, au moment de l'émission déjà, quelle sera la situation de sa trésorerie lors de l'échéance. Le genre d'activité des sociétés qui recourent à ce mode de financement a, de ce fait, une importance primordiale. Les sociétés dont l'activité est plus commerciale qu'industrielle et dont les résultats peuvent évoluer dans de larges limites ont intérêt à se tenir éloignées des emprunts-obligations. Il ne faut toutefois pas perdre de vue que, lors de l'émission d'emprunts tant publics que privés, l'emprunteur peut, en ce qui concerne le taux nominal de l'intérêt, le prix d'émission, le prix de remboursement, choisir les modalités qui lui donneront la possibilité de convertir son emprunt, le jour où la situation le permettra.

Le tableau suivant fait ressortir quelles ont été pour notre pays depuis 1936 les participations des corporations de droit public et de l'économie privée dans la mise à contribution du marché des capitaux au moyen d'emprunts-obligations [1]):

EMPRUNTS ÉMIS ANNUELLEMENT DEPUIS 1936 [2])

milliers de francs

	Débiteurs de droit public		*Débiteurs de droit privé*	
Année	Nombre d'emprunts	Capital nominal	Nombre d'emprunts	Capital nominal
1936	60	646 470	66	141 724
1937	93	526 483	72	249 409
1938	101	674 347	59	167 314
1939	32	60 276	51	202 494
1940	31	433 791	45	185 662
1941	63	1 365 696	54	332 907
1942	58	1 332 973	47	209 794
1943	58	1 205 151	40	178 317
1944	33	1 767 900	33	152 469
1945	44	1 371 931	48	177 344
1946	41	1 293 788	51	233 531
1947	39	370 309	67	288 905
1948	38	499 488	69	472 940
1949	40	479 034	66	234 342
1950	46	744 683	59	316 273

A quelques exceptions près, la Confédération se tient au premier rang des débiteurs de droit public. Dans le compartiment des débiteurs de droit privé, ce sont à tour de rôle l'industrie, les entreprises d'électricité et les établissements de crédit qui ont le plus recours au marché des capitaux.

---

(1) Annuaire statistique de la Suisse, Berne, 1936—1951.

(2) Cette statistique comprend aussi les emprunts non émis par souscriptions publiques.

2. *LES VALEURS MOBILIÈRES A REVENU VARIABLE*

Le développement du commerce, de l'industrie et des moyens de transport, tel qu'il est apparu dès le milieu du 19ème siècle, n'a pu se réaliser que par la mise en commun de capitaux gigantesques. Pour éviter les aléas que peuvent présenter les valeurs mobilières à revenu fixe, on a, dès les temps les plus reculés, eu recours à une nouvelle forme d'investissements corporatifs: celle des sociétés par actions. Le capital de ces sociétés est divisé en parts uniformes dénommées actions. Contrairement aux obligations, elles ne représentent plus un droit de créance et, de ce fait, leur nature est totalement différente.

L'action ne représente qu'un droit d'associé dans une société anonyme. Elle est acquise lors de l'émission par le versement d'un montant défini ou par des apports en nature. Tandis qu'un obligataire n'a pas le droit de s'occuper de l'administration et des affaires de l'emprunteur, l'actionnaire participe aux assemblées de la société dont il détient des titres et peut exercer une influence sur la marche de celle-ci. Même remboursé de sa mise de fonds initiale, l'actionnaire garde parfois des droits au moyen des actions de jouissance [1]). Lors de la dissolution de la société, l'actionnaire n'a droit qu'à la part proportionnelle de ce qui restera une fois le passif éteint, tandis que l'obligataire devra être, théoriquement du moins, remboursé intégralement [2]). En cas de faillite, l'actionnaire perd entièrement sa mise de fonds si l'actif ne dépasse pas le passif; l'obligataire par contre est colloqué avec les autres créanciers.

Comparant la position d'un obligataire avec celle d'un actionnaire, on pourrait croire que ce dernier, en sa qualité d'associé, doit être étroitement lié avec la société. Impression illusoire s'il en est, car, de toutes les sociétés commerciales, c'est la société anonyme par actions qui octroie le maximum de liberté à l'associé. La personnalité de ce dernier n'entre même pas en ligne de compte ; seuls ses biens-fonds sont pris en considération. Sa responsabilité est strictement limitée au montant de son apport. En conséquence, l'actionnaire peut, quand bon lui semble, se débarrasser de ses actions par vente ou par acte de donnation.

D'un intérêt particulier pour nous est le fait que l'action donne droit à un revenu variable dénommé dividende. Il peut être théoriquement illimité comme aussi égal à zéro. De par leurs qualités, les actions n'ont été que plus appréciées; d'un montant nominal peu élevé, elles sont à la portée de toutes les bourses; de plus, elles se prêtent facilement à une diffusion très large dans le public qui peut ainsi participer aux opérations financières les plus diverses. Une fois régulièrement admises sur le marché, elles deviennent aisément négociables à des cours connus.

---

(1) **Faure J.E.: op. cit., p. 86.**

(2) Lorsqu'un emprunt par obligations est émis en souscription publique par un débiteur domicilié en Suisse, les obligataires constituent de plein droit une communauté des créanciers (art. 34 C.O. et arrêté du Cons. Féd. du 20.2.1918).

Suivant les droits qu'elles comportent, les valeurs à revenu variable se répartissent en actions de numéraire ou ordinaires, actions d'apport, actions ou parts de fondateur, actions de priorité, action de jouissance et actions à vote privilégié [1]). Dans les tableaux qui suivront, [2]) seuls les cours des actions ordinaires et des actions de priorité serviront de base pour nos calculs.

L'action ordinaire, la plus connue, est celle délivrée au souscripteur contre versement d'un montant défini en espèces. Elle représente une part du fonds social et donne droit à un dividende proportionné au résultat de l'exercice. L'action de priorité confère à son détenteur un droit de priorité, soit sur les bénéfices, soit sur le partage de l'actif de la société. Moins connue chez nous que dans les pays anglo-saxons, elle devient de plus en plus courante dans nos cotes.

3. *LES VALEURS AU PORTEUR, LES VALEURS NOMINATIVES*

La manière dont on est autorisé à faire valoir ses droits à un titre a valu une division ultérieure en valeurs au porteur et valeurs nominatives. Le trait caractéristique des valeurs au porteur consiste dans le fait que le droit chez elles se confond avec le titre lui-même. En d'autres termes, le porteur du titre, par ce seul fait, est créancier vis-à-vis de la société émettrice. Celle-ci est engagée, non pas vis-à-vis d'une personne déterminée, mais envers toute personne qui sera porteur du titre dont la possession fait présumer la propriété. Ainsi, tout porteur d'un titre, celui qui l'a trouvé ou volé même, peut faire valoir les droits qui découlent d'une valeur au porteur. Fait exception, toutefois, le cas où une interdiction d'achat a été promulguée par les autorités compétentes [3]).

Les valeurs nominatives, elles, donnent beaucoup plus de sûreté, mais moins de facilité en ce qui concerne leur manipulation. Ce qui les distingue essentiellement des valeurs au porteur, c'est que sur les valeurs nominatives figurent les nom, prénom et domicile du propriétaire. La propriété de la valeur nominative est établie également par l'inscription du libellé du titre dans les registres de la corporation ou de la société émettrice. De ce fait, les opérations sur valeurs nominatives comportent nécessairement l'intervention de l'emprunteur; il suffit pour empêcher leur réalisation que ce dernier soit avisé en cas de dépossession, de perte ou de vol. Il a fallu une longue évolution pour que les valeurs nominatives soient enfin considérées comme papiers-valeurs. C'est grâce aux besoins de la vie économique, commerciale et industrielle qu'elles doivent d'être considérées maintenant comme tels.

---

(1) Dupraz E.: « Titres et papiers-valeurs », Lausanne, 1943, p. 57.

(2) Voir tableau du rendement des obligations et des actions suisses pour l'année 1936, p. 35 et ss.

(3) C. O. art. 978.

L'aliénation des valeurs nominatives s'effectue par endossement accompagné de la remise du titre [1]). Elles n'appartiennent donc pas à la catégorie des papiers-valeurs au porteur, mais à celle des papiers-valeurs à l'ordre. Les valeurs nominatives peuvent s'interchanger en valeurs au porteur et inversément, si les statuts de la société émettrice laisse la porte ouverte à cette éventualité [2]).

Nous ne nous attarderons pas sur une troisième catégorie de titres quant à la manière de faire valoir leurs droits: les titres mixtes. Signalons simplement qu'ils sont nominatifs quant au capital et au porteur quant aux coupons.

4. *LES VALEURS DE PLACEMENT ET LES VALEURS SPÉCULATIVES*

Selon l'ampleur du revenu qu'il désire retirer de son épargne, l'investisseur [3]) devra choisir entre les valeurs dites de placement et les valeurs spéculatives. Des valeurs de placement, connues aussi sous le nom de valeurs de «père de famille», on attend généralement le plus haut degré de sécurité et de stabilité, sécurité quant au revenu, stabilité quant au capital.

Les valeurs qui, en première ligne, semblent posséder ces qualités sont les fonds publics et parfois les obligations des grandes sociétés assises sur des bases financières solides. Avec les deux qualités précitées, les valeurs de placement doivent d'ailleurs en posséder une troisième: celle d'un marché facile [4]). Il importe, en effet, que ces valeurs soient à l'abri des fluctuations boursières, quel que soit leur nombre offert ou demandé sur le marché des valeurs mobilières. C'est dans cette catégorie de valeurs que sont choisies en Suisse les principales valeurs pupillaires telles que les obligations de la Confédération, des Chemins de fer fédéraux, des Cantons suisses et les lettres de gage des Centrales de lettres de gage.

Si la sécurité et la stabilité sont les avantages certains des valeurs de placement, elles ne sont pas pour autant exemptes d'inconvénients. Entre autres, leur revenu est très modeste; elles courent le risque de conversion à un taux d'intérêt inférieur, surtout lorsque leurs cours dépassent le pair; enfin, elles ne sont guère protégées contre la dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie. Ces constatations sont d'ailleurs en voie d'amener une révision des notions acquises jusqu'ici dans ce domaine. Ainsi, lors de sa séance du 18 décembre 1950, le Grand Conseil zuricois auquel était soumis une proposition visant à autoriser la Caisse

---

(1) C.O. art. 684.

(2) C.O. art. 622, al. 2.

(3) Par investisseur, M. G. Fain, à qui nous empruntons ce terme, entend toute personne qui effectue un placement en valeurs mobilières. (Placements rationnels et spéculation raisonnée, note: p. 13).

(4) Jutz A.: « Le placement collectif. Etude sur le placement des capitaux par l'intermédiaire des Unit Investment Trust et Investment Fonds », Thèse, Lausanne, 1941, p. 94.

d'assurance du personnel de l'Etat à placer jusqu'à 5% de sa fortune en actions de premier ordre a rendu un vote affirmatif. Les arguments des promoteurs de ce projet étaient, entre autres, la rareté des occasions de placement en fonds pupillaires et leur faible rendement, ainsi que la nécessité d'une protection au moins relative contre la dépréciation de la monnaie [1]).

Le capitaliste qui veut exiger de son capital un revenu plus élevé, une prime de risque plus grande, placera ses fonds en valeurs spéculatives. Ces valeurs comportent de nombreux aléas et exigent des porteurs une surveillance accrue de leur portefeuille. Ce qui les caractérise, ce sont les grandes oscillations de leurs revenus et de leurs cours, oscillations qui tiennent tant aux conditions générales des pays auxquels elles se rattachent qu'aux conditions mêmes des entreprises émettrices. Pour notre part, nous classerons dans la catégorie des valeurs typiquement spéculatives la plupart des valeurs des sociétés financières et industrielles. Considérées dans le temps, toutes les industries sont, à divers degrés, spéculatives; elles le sont dans leur jeunesse pour cesser de l'être à leur maturité et le redevenir dans leur vieillesse. De même, les valeurs des sociétés dont l'activité s'étend aux branches économiques exemptes de soubresauts, telles que l'alimentation, les assurances, l'électricité, les banques, peuvent devenir spéculatives lorsqu'elles se trouvent en face d'événements tels que des guerres, révolutions, crises économiques ou déflations, susceptibles de modifier profondément leur situation.

Aux valeurs de placement et aux valeurs spéculatives, M. P. Leroy-Beaulieu en ajoute une troisième catégorie: les valeurs accessoires ou d'appoint. Ce sont les valeurs qui

> « sans être de tout premier ordre sous le triple rapport de la sécu-
> « rité, de la stabilité et de la facilité de négociation sont néanmoins
> « des valeurs assez recommandables, autant qu'on peut en juger,
> « dont le revenu paraît convenablement assuré et qui parfois sem-
> « ble avoir une certaine chance d'amélioration [2]).

Telles que les définit M. P. Leroy-Beaulieu, les valeurs d'appoint sont certainement les plus nombreuses en temps normal. Mais nous avons tout lieu de croire que dans les périodes de bouleversements économiques, elles doivent par suite d'une détérioration rapide et profonde se confondre en majeure partie avec les valeurs spéculatives.

Une distinction nette entre valeurs de placement et valeurs spéculatives est très difficile à établir. Les valeurs de placement sont caractérisées par un faible revenu et une certaine sécurité; les valeurs spéculatives au contraire procurent un revenu élevé, tout en jouissant d'une sécurité relative. Que penser alors des fonds publics qui, lorsque les carnets d'épargne n'offrent que 2% d'intérêt, sont acquis par un épargnant

---

(1) « Statuten der Versicherungskasse für das Staatspersonal des Kantons Zürich ». — Vom 18. Dezember 1950.

(2) Leroy-Beaulieu P.: « L'art de placer et de gérer sa fortune », Paris, 1936, p. 61.

dans le but d'en retirer un revenu supérieur ? Toute proportion gardée, ne faut-il pas considérer ces titres comme quelque peu spéculatifs, du simple fait qu'ils sont choisis à cause d'un rendement supérieur ? Ne faut-il pas en faire autant d'une valeur de société de premier ordre dont se défait l'investisseur pour réaliser à coup sûr une plus-value de quelques francs ? Nous le voyons, la qualité de valeur de placement ou de valeur spéculative, loin d'être absolue, est très relative. De plus, elle est susceptible de subir des modifications et des altérations suivant des facteurs inhérents au titre lui-même, suivant les conditions économiques du moment et, enfin, suivant le degré de maturité du capitaliste en matière d'investissement.

5. *LES VALEURS MOBILIÈRES DANS LE CIRCUIT ÉCONOMIQUE*

«La majeure partie des fonds investis à la bourse en achat de va-
« leurs mobilières s'écoulent en deuxième ou troisième main, vers
« l'industrie sous forme de souscription à des émissions nouvelles [1] ».

En effet, plutôt que d'augmenter la somme des richesses existantes, l'émission d'obligations ou d'actions a pour résultat de transformer les richesses improductives en richesses productives. Les capitaux hors du circuit de la production, qui le réintègrent sous forme de souscription à une émission d'emprunt sont susceptibles de produire de nouvelles richesses dans un avenir plus ou moins lointain, mais au moment de leur réintégration ils ne font que passer de l'état improductif à l'état productif. Ce caractère apparaît plus nettement encore lorsque des capitaux déjà dans le circuit de la production en sont retirés pour financer un autre genre d'entreprise sous forme de valeurs mobilières; ils n'augmentent pas non plus la somme des richesses existantes, mais en modifient la répartition.

Si la création des valeurs mobilières n'a pas eu pour effet immédiat d'accroître la somme des richesses existantes, personne ne méconnaîtra qu'elles ont valu à l'épargne un emploi plus facile et une meilleure fécondité. Autrefois, la nécessité dans laquelle pouvait se trouver un commerçant ou un industriel de disposer de fonds importants, dépassant ses disponibilités, était une difficulté malaisée à vaincre. Il fallait avoir recours à des parents, à des amis. Aujourd'hui, grâce à l'essor et à la généralisation des valeurs mobilières, on peut s'adresser au grand public et recueillir une quantité de petites souscriptions [2]). La masse des petites épargnes peut ainsi fructifier et la fortune mobilière se trouver dans toutes les classes de la population.

Ayant donné une description sommaire des valeurs mobilières, des obligations et des actions en particulier, il convient d'attirer dès à présent l'attention sur le fait que les titres n'ont pas toujours le même at-

---

(1) Angass L.L.B.: « Placements rationnels et spéculation raisonnée », trad. G. Fain, Paris, 1938, p. 443.

(2) Leroy-Beaulieu P.: op. cit., p. 23.

trait dans le public. Les investisseurs recherchent plus spécialement, tantôt les valeurs à revenu fixe, tantôt les valeurs à revenu variable. Les premières sont plus appréciées pendant les périodes de ralentissement des affaires, les secondes aux périodes de grande activité économique [1]). Toutefois, à cette constatation s'en superpose une autre: les capitaux placés en face de circonstances différentes s'orientent d'une manière différente. Ils s'adaptent aux conditions du milieu dans lequel ils sont placés. Cette tendance est caractéristique en période d'instabilité monétaire ou politique et se reflète principalement sur le marché des valeurs mobilières.

(1) Neymarck A.: « Que doit-on faire de son argent ? », Paris, 1913, p. 349.

CHAPITRE II

LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIÈRES

Le mécanisme du placement des capitaux en valeurs mobilières est assez complexe. La masse des petits et des gros capitalistes apporte son épargne et ses économies sur le marché en s'efforçant de les placer le plus avantageusement possible. A côté des divers marchés de produits et de matières premières, il s'est formé dans ce but, au moyen-âge déjà, un marché particulier, d'importance primordiale, puisqu'il conditionne aujourd'hui toute la vie économique: le marché financier. Sur ce marché, prêteurs et emprunteurs sont mis en rapport par des intermédiaires dont le rôle capital est réservé à l'institution dénommée *Bourse.*

Des deux types de Bourses, celle des marchandises et celle des valeurs mobilières, la dernière seulement retiendra notre attention. La Bourse des valeurs constitue dans une économie libre le type le plus parfait du marché. La loi de l'offre et de la demande n'y subit en principe aucune contrainte; la libre concurrence y trouve son meilleur champ d'action. Un service de publicité y est assuré non seulement par la parution quotidienne des diverses cotes et journaux financiers, mais par tous les moyens que la technique moderne met à sa disposition: le téléphone, le télégraphe [1]), la radio. Cette organisation permet aux intéressés de se tenir constamment au courant des cours des valeurs et de modifier leurs dispositions en les adaptant aux indications qui leur sont fournies avec une extrême rapidité et exactitude.

I. *LES OPERATIONS DE BOURSE*

Les opérations traitées à la Bourse des valeurs sont des achats et des ventes de titres faits par l'intermédiaire d'une banque ou d'un professionnel admis à la Bourse. Cet intermédiaire est indispensable pour la réalisation des opérations boursières. Son caractère cependant peut varier suivant les statuts de la Bourse, la réglementation étatique et même les valeurs cotées. Le vendeur et l'acheteur ne se connaissent pas. L'intermédiaire répond envers son donneur d'ordre de l'exécution régulière de l'opération.

---

(1) Saling's Börsenpapiere: Erster Allg. Teil. « Die Börse und die Börsengeschäfte » von Sandheimer A., Berlin, 1897, 7. Auflage, p. 289.

Les opérations s'effectuent à la Bourse in genere, ce qui est facilité par le principe de l'unité d'émission, c'est-à-dire que tous les titres faisant partie d'une même émission comportent en général des droits identiques. Les opérations boursières ne se réalisent pas immédiatement contre payements en espèces. Ceux-ci sont effectués à une date plus ou moins éloignée. Selon la durée du temps qu'emploient les parties pour l'exécution de leur marché, nous distinguons entre les opérations au comptant et les opérations à terme avec leurs diverses modalités et combinaisons [1] [2]. Les opérations au comptant doivent être réglées après réception des titres, donc après le délai nécessaire pour la transmission des titres de la part de l'intermédiaire à l'acheteur. Ainsi à Genève, les titres doivent être livrés avant la cinquième bourse qui suit celle de la négociation [3]. A Bâle et à Zurich, la livraison des titres au porteur négociés au comptant doit s'effectuer au plus tôt le lendemain et au plus tard le cinquième jour ouvrable après celui de l'opération [4] [5]. En périodes extraordinaires, les Comité ou Conseil de Bourses ont le droit de fixer des délais de livraison plus courts. Dans les deux dernières Bourses précitées, des règlements spéciaux déterminent, pour les titres au porteur traités au comptant, les délais de livraison des titres entre leurs membres.

Les opérations à terme par contre, comportent des délais de livraison et de payement avec des échéances uniformes fixées d'avance. L'époque à laquelle s'exécute l'opération est appelée techniquement liquidation. Les marchés à terme sont classés en marchés fermes et marchés libres ou à prime. Les marchés fermes ne comportent aucune clause de résiliation et doivent être exécutés à l'échéance, tels qu'ils ont été conclus, quelles que soit les variations de cours intervenues. Dans les marchés à prime, au contraire, l'une des parties peut se réserver le droit de ne pas exécuter la convention et de résilier le marché en payant ou en abandonnant à son partenaire, lors de la liquidation du contrat, une somme d'argent appelée prime [7]. Aux Bourses suisses de Zurich, Bâle et Genève, nous trouvons côte à côte le marché au comptant et le marché à terme. Au Stock Exchange de Londres, toutes les opérations à l'exception des fonds d'Etat et des autres collectivités publiques se traitent à terme; à New-York par contre les affaires se traitent au comptant.

On a tendance à croire que les opérations de placement s'effectuent sur le marché comptant tandis que la spéculation a recours au marché à terme. Cette affirmation, si elle contient une certaine part de vérité, ne

---

(1) Kurz H.: «Die Schweizer Effektenbörsen, ihre Organisation, ihre Geschäfte und ihre volkswirtschaftliche Bedeutung », Zürich, 1931, p. 76.
(2) Koutaïssof P. : «Le jeu de la Bourse», Thèse, Lausanne 1931, p. 83 et ss.
(3) Règlement de la Bourse de Genève du 10 avril 1952.
(4) Usanzen für den Effektenverkehr an der Basler Börse vom 17. Februar 1944.
(5) Usanzen des Effektenvereins Zürich vom 1. Januar 1936.
(6) Kurz H.: op. cit., p. 87 et ss.

doit pas être admise d'une manière trop absolue. Un marché à terme peut dans certains cas servir à une opération de placement, et, fréquemment, le marché comptant sert à la spéculation. Tel est le cas pour ce dernier point à New-York où « l'on spécule sur une grande échelle » [1]).

2. *LE MÉCANISME DE LA BOURSE*

L'admission des titres à la Bourse dépend en premier lieu des statuts de la Bourse et ensuite de la réglementation étatique. En Suisse, l'Etat laisse libre chemin à la Bourse pour ce qui concerne l'admission des valeurs. Exceptionnellement, à titre de représailles, l'autorité peut s'opposer à l'admission de valeurs étrangères provenant d'un pays qui prohibe l'admission des titres suisses à ses Bourses [2]).

Un titre étant admis, sa cotation à la Bourse se fait par le moyen de l'opposition ou de la criée ou encore par négociation directe entre intermédiaires . Le procédé de la cotation par opposition surtout pratiqué à la Bourse de Paris [3]), réside dans le fait que, pour chaque valeur, les différents cours sont inscrits sur un cahier spécial, d'un côté les demandes d'achat, de l'autre les offres de vente. De la synthèse de ces deux cours naissent finalement les cours cotés, les prix faits. La cotation à la criée se fait par l'interpellation des contreparties de vive voix. L'avantage de ce procédé est que l'opération se voit immédiatement conclue et sans l'intervention d'une tierce partie intermédiaire. Les trois formes extérieures de cotation nous amènent par différentes voies au même but: le nivellement de l'offre et de la demande. Dans le mode d'établissement des cours par voie directe, les offres et les demandes s'affrontent, le rôle de la Bourse se borne à la fonction d'enregistreur et de niveleur ; c'est le système continental qui a trouvé son application à la Bourse de Paris et dans toutes nos Bourses suisses.

Sur le marché de Londres, l'établissement des cours se fait par voie indirecte. La négociation d'une valeur mobilière résulte d'une transaction effectuée à propre compte par des intermédiaires professionnels. Entre l'achat et la vente réalisés, par des commissionnaires (brokers) au nom de tierces personnes, s'interposent encore des courtiers ou négociants (jobbers ou dealers) qui travaillent à leur propre compte et risque [4]). Nous retrouvons ce système sous une forme quelque peu modifiée au Stock Exchange de New-York.

Le cours ainsi établi par voie directe ou indirecte est la valeur effective, la valeur boursière du titre, à l'opposite de la valeur nominale ex-

---

(1) Koutaïssof P.: op. cit., p. 115.

(2) Seitz R.: « Die rechtliche Organisation der Basler und der Genfer Effektenbörse », Thèse, Zurich, 1941, p. 42.

(3) Moreau-Néret O.: op. cit., t. 2, p. 106 et ss.

(4) Chevillard G.: « Le Stock Exchange. Les usages de la place de Londres et les valeurs de placement », Paris, 1911, p. 20.

primée de préférence en chiffres ronds, 100.—, 500.—, 1000.—[1]). La Bourse de Berlin pratique, à côté du système du cours variable, le système du cours fixe quotidien, lequel ne permet la formation que d'un seul cours auquel s'effectuent toutes les transactions de la journée. Les Bourses suisses ont pour leur compte adopté le système du cours quotidien variable. Il résulte de ce mode de cotation que les opérations concernant des mêmes titres peuvent enregistrer des différences de cours pendant une même séance boursière [2]).

Grâce à la rapidité et à la diversité des transactions pour le dénouement desquelles on a mis à la disposition du public les Bourses de valeurs, celles-ci sont en général considérées comme centre de la spéculation. Ce dernier terme ne doit pas être compris comme un jeu, mais comme une opération raisonnée, fondée sur les variations futures des cours [3]) [4]). Il est indéniable que les spéculateurs ont intérêt à ce que se produisent des différences de cours qui leur permettent de réaliser des bénéfices. Souvent ils provoquent eux-mêmes une baisse ou une hausse de cours afin d'en tirer profit. Ces agissements cependant doivent être considérés comme artificiels et, partant, n'ayant que des effets de courte durée.

La spéculation tout en ayant pour but final la réalisation d'un bénéfice comporte néanmoins un avantage d'ordre secondaire. Alors que le public ne souscrit pas volontiers à des titres de sociétés dont la réputation n'est pas encore solidement établie, les spéculateurs professionnels, après une étude technique des entreprises émettrices, achètent ces titres. Plus tard, lorsque les affaires sont définitivement lancées, ils les revendent au public qui consent alors à les acheter, même à un prix plus élevé. Si les agissements des spéculateurs peuvent provoquer des mouvements secondaires, il ne faut pas oublier, cependant, que la plupart des mouvements boursiers de grande envergure ont pour origine un fait ou une série de faits matériels tels que de nouvelles inventions, une grande prospérité ou une crise économique, une guerre, ou encore une catastrophe. Mais il est aussi d'autres mouvements boursiers dont la cause est baucoup plus difficile à découvrir, parce que d'un ordre supérieur et beaucoup plus complexe.

La valeur en Bourse d'un titre repose en grande partie sur l'idée que se fait le public des avantages ou des inconvénients, des chances ou des risques qu'il présente. Nous pouvons dire que les cours des valeurs mobilières sont, jusqu'à un certain point, «une question psychologique» [5]) d'un ordre aussi bien personnel qui collectif [6]). Cependant, la psychologie boursière est toujours influencée par des faits plus ou moins tangibles dont nous avons parlé plus haut. Ces faits, en commun avec la psychologie boursière, donnent naissance à un climat spécifique de la Bourse: la tendance.

---

(1) Büchi J.A., op. cit., p. 18.
(2) Seitz R., op. cit., p. 139.
(3) Kurz H., op. cit., p. 129.
(4) Borv E., « Science pratique de la Bourse », Lausanne 1945, p. 15 et ss.
(5) Hartlev Withers, « Stock and Shares », London, 1932, p. 283.
(6) Bory E., op. cit., p. 20 et ss.

Aucun placement, qu'il soit à long terme ou à court terme, n'échappe à la tendance, élément très sensible qui agit aussitôt qu'une nouvelle est susceptible d'influencer le marché. Il est des courants qui touchent beaucoup plus rapidement une catégorie de titres, tandis que d'autres pourront se soustraire temporairement aux conséquences immédiates de la tendance. M. E. Bory qualifie les premiers de valeurs internationales et cite comme exemples les actions de la S. A. pour l'Industrie de l'Aluminium et Nestlé Alimentana S. A. Les seconds sont, selon le même auteur, « des valeurs locales que leur genre d'activité place en dehors de l'évolution mondiale des affaires» [1]). Tel est le cas des actions Chocolat de Villars S. A. ou Câbleries et Tréfileries de Cossonay.

Quoique la tendance qui influence la Bourse soit faite en grande partie d'hypothèses, parfois même de caprices et d'excès, l'autorité des marchés boursiers va croissant avec le progrès marqué par l'économie en matière de crédit. Nous sommes arrivés aujourd'hui à un point où toute la vie économique d'un pays avancé et non dirigé, avec son industrie, son commerce et ses banques se reflète dans les cours de la Bourse [2]). Non seulement les porteurs de titres, mais aussi de larges couches de la population s'inspirent, en examinant les cours des valeurs mobilières, de la position des différentes branches économiques nationales ou de la situation économique du pays dans son ensemble.

3. *LES BOURSES SUISSES*

L'institution des Bourses de valeurs, dans le sens généralement reconnu, n'existe pas de longue date en Suisse. Il y a à peine cent ans que les agents de change de Genève ont décidé de créer la Société des Agents de Change de Genève. A la date du 26 février 1850, cette société a jeté les bases de la première Bourse suisse [3]). Vient ensuite Bâle où s'est constitué en 1866 le « Basler Börsen Verein » [4]). La Bourse de Zurich, plus jeune encore, mais qui vient au premier rang des Bourses suisses aujourd'hui, fut fondée en 1876 [5]). A côté de ces trois Bourses que l'on peut considérer comme marchés d'une importance internationale, il existe à Lausanne, Berne, Neuchâtel, St-Gall et Coire, des Bourses dont l'importance est nettement de caractère local.

La Bourse de Genève était, au début de son existence, libre de toute intervention étatique. Depuis 1857, elle est soumise à la surveillance de l'Etat pour ce qui concerne son organisation. Elle jouit cependant d'une liberté relativement grande en comparaison des Bourses de Zurich et de

---

(1) Bory E., op. cit., p. 56.
(2) Kurz H., op. cit., p. 109.
(3) Mayor A., « Le développement des Bourses de valeurs mobilières de la Suisse française », Thèse Zurich, 1924, p. 21.
(4) Seitz R., op. cit., p. 21.
(5) Büchi J.A., op. cit., p. 78 et ss.

Bâle où l'ingérence de l'Etat s'est solidement installée [1]). L'organisation de la Bourse de Genève a eu comme modèle la Bourse de Paris et le Stock Exchange de Londres, tandis que celles de Zurich et de Bâle se sont formées à la façon de celles de Berlin et de Francfort.

La création tardive des Bourses en Suisse est due au fait que le pays ne commença son développement industriel et commercial que peu avant le milieu du 19ème siècle. Il n'existait avant cette époque que peu de sociétés de capitaux ou de grandes industries et les besoins financiers des cantons ne nécessitaient pas une mise en commun de capitaux. Leur évolution constante va de pair avec la création des voies ferrées dont l'installation impliquait la concentration d'énormes capitaux. La mécanisation de l'industrie, pour sa part, demandait des fonds dont ne disposaient ni le petit ni le moyen capitaliste. D'un autre côté, le peuple suisse, grâce aux économies et à l'épargne constituée cherchait déjà des placements avantageux pour ses fonds. Il est logique donc que ces éléments aient fourni les bases indispensables pour la création de nos Bourses suisses.

(1) Kurz H., op. cit., p. 24.

Deuxième partie

ÉLÉMENTS FONDAMENTAUX DU RENDEMENT DES OBLIGATIONS ET DES ACTIONS

CHAPITRE PREMIER

LA NOTION DU RENDEMENT POUR L'INVESTISSEUR

1. *LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES A REVENU FIXE*

La littérature économique distingue entre trois sources de revenu: celui qui provient de la terre, celui que fournit le travail et celui enfin attribué au capital. Toute valeur mobilière, que ce soit une rente, une obligation ou une action, admise et traitée à la Bourse ou non, représente un capital du fait qu'elle incorpore un droit représentant une valeur matérielle. De ce capital-titre, comme nous l'avons vu plus haut, découlent deux revenus d'essences différentes. Les détenteurs de valeurs à revenu fixe ont droit à un intérêt, tandis que les porteurs de valeurs à revenu variable ont droit à un dividende.

Le taux de l'intérêt fixé lors de l'émission de l'emprunt reste généralement inaltérable. S'il varie, c'est avec l'abondance des capitaux et leurs possibilités d'emploi dans les pays où ils se trouvent. Au moment de l'émission, le taux nominal de l'intérêt sert de critère pour mesurer le crédit de l'emprunteur. Un taux trop élevé peut susciter des craintes de la part des souscripteurs; un taux trop bas peut ne pas les attirer. Le taux nominal maximum des valeurs que nous avons retenues pour notre étude est de l'ordre de 5—5½% et le taux minimum de 3—3¼%. Parmi les valeurs à taux élevé figurent en 1936, les obligations:

5½% Société Suisse-Américaine d'électricité 1929
5 % Motor-Columbus 1929
5 % Kraftwerke Oberhasli A.G. 1930
5 % A.G. Georg Fischer, Schaffhausen 1932
5 % Cie. du Chemin de Fer de Lausanne à Ouchy et des eaux de Brêt 1930
5 % Chocolat de Villars S.A., Fribourg 1931

Par suite de l'abondance qui a prévalu sur le marché suisse des capitaux au cours de la guerre, le taux de l'intérêt s'est amenuisé et en 1950, nous trouvons entre autres valeurs à taux nominal bas, les obligations:

3¼% Canton de Berne 1947
3¼% Ville de Genève 1941
3¼% Ville de Lausanne 1942
3¼% Banques des lettres de gage séries 28, 30, 34 des années 1941—42—43
3 % Suchard Holding S. A. 1950.

La règle du taux nominal fixe n'est pas absolument rigide. Rarement les corporations de droit public, plus souvent les entreprises de caractère privé ont recours à un système de taux nominal variable indéfiniment ou entre deux limites. L'industrie hôtelière et les sociétés de transport usent particulièrement de ce système, se réservant ainsi le droit de proportionner leurs charges d'intérêt à la situation de leurs trésoreries. Citons comme exemples les emprunts:

Société des Hôtels Seiler, Zermatt, 1908, 2ème. hyp.
taux variable d'un maximum de 4% cumulatif;
A.G. Grand Hôtel National, Luzern, 1925, 1ère. hyp.
taux variable d'un maximum de 4% cumulatif;
Cie. du Chemin de Fer Montreux-Oberland Bernois, 1943,
taux variable de 3% maximum [1]).

De même, le principe de l'inaltérabilité du taux nominal est sujet à exception quand, au moment de l'émission, il est prévu dans le contrat d'emprunt qu'après un certain temps, le taux sera soit augmenté, soit diminué. Il en est ainsi de l'emprunt 3½%—4% Fédéral 1940 (Défense Nationale) dont l'intérêt servi a été de 3½% jusqu'au 14 mars 1944 et 4% depuis cette date.

Que le taux contractuel soit fixe, variable ou encore le résultat d'une combinaison entre le taux fixe et variable, il n'a en fait qu'une importance relative; ce qui importe pour l'investisseur, c'est le taux réel auquel il emploie ses fonds, le rendement de ses valeurs mobilières. Le rendement d'une obligation dépend au moment de l'émission de l'emprunt des facteurs suivants:

1. taux nominal
2. prix d'émission
3. modalités d'amortissement (Durée de l'emprunt)
4. prix de remboursement.

«C'est la position relative du prix d'émission par rapport au pair et « au prix de remboursement qui détermine si le rendement de l'emprunt « est supérieur, égal ou inférieur à son taux nominal » [2]), d'où nous pouvons définir le rendement : *l'ensemble des intérêts et primes de remboursement positives ou négatives auxquels l'investisseur a droit.*

Le rendement calculé sur le prix d'émission ne serait toutefois pas une solution heureuse pour notre étude, étant donné que l'acquisition des valeurs mobilières s'effectue beaucoup plus par achat en Bourse que par souscription lors de l'émission de l'emprunt. M. O. Moreau-Néret a décrit les variations du rendement suivant la position relative du prix d'émission [3]). Nous allons pour notre part substituer au prix d'émission

(1) C. Kling: « Manuel des Bourses suisses », Lausanne, 1936 et 1945.
(2) Moreau-Néret O., op. cit., tome 1, p. 106.
(3) Ibidem, p. 108 et ss.

la valeur en Bourse, la valeur effective du titre et suivre les variations du rendement suivant la position du prix effectif par rapport aux autres facteurs. L'investisseur peut déterminer le rendement d'une valeur à revenu fixe acquise pendant la durée de l'emprunt en tenant compte de la date de l'achat et de celle du remboursement. Quatre cas pourront se présenter:

a) *La valeur effective du titre et le prix de remboursement égalent le pair*

Le rendement d'un titre acquis à de telles conditions coïncidera avec le taux nominal de l'intérêt.[1]) L'investisseur touchera annuellement et pour toute la durée de l'emprunt un intérêt réel égal au taux nominal et, au moment de l'échéance, il sera remboursé de sa mise de fonds au pair, soit fr. 100.— par exemple. La date de remboursement n'a pas d'influence sur le rendement, car, ayant investi fr. 100.— et en retirant cent à l'échéance, il n'y a ni bénéfice, ni perte à répartir sur la période de l'emprunt[2]). De même, si l'emprunt est remboursable par tirages au sort, l'investisseur ne touchera annuellement, jusqu'au jour où son titre sortira au tirage, qu'un rendement égal au taux nominal de l'emprunt et à ce moment il sera remboursé de sa mise de fonds initiale.

b) *La valeur effective du titre inférieure au prix de remboursement, ce dernier égale le pair*

En plus de l'intérêt annuel, l'investisseur recevra au moment du remboursement la différence entre le prix d'achat du titre et le prix de remboursement, différence appelée prime au remboursement. Ajoutée à l'intérêt, la prime annuelle détermine le rendement de l'emprunt. La prime n'est pas uniformément la même pendant toute la durée de l'emprunt. Elle diminuera chaque année au fur et à mesure que le remboursement est plus éloigné de la date d'achat. Autrement dit, plus la date de remboursement est éloignée de celle de l'achat, plus le rendement sera petit car la prime (bénéfice) se répartit sur un plus grand nombre d'années. Au contraire, plus la date de remboursement est proche de celle de l'achat, plus l'investisseur verra le rendement de ses valeurs mobilières augmenter, car la prime se répartit sur un nombre d'années plus petit.

c) *La valeur effective du titre supérieure au prix de remboursement, ce dernier égale le pair*

L'intérêt annuel servi au créancier, toujours calculé sur la valeur nominale du titre, sera diminué de la prime (en l'occurence de la perte) au remboursement. Comme dans le cas précédent, cette prime n'est pas uni-

(1) Le rendement des valeurs mobilières est toujours donné en pour-cent. Ce sera donc en pourcentage qu'il faudra comprendre ce terme par la suite.

(2) Excepté dans le cas d'une inflation ou d'une dévaluation.

forme pendant toute la durée de l'emprunt. Elle aura sur le rendement une influence inverse de celle obtenue dans le cas où le titre est acquis à un prix inférieur au pair. En effet, plus la date de remboursement est éloignée, plus le rendement augmente, car la répartition de la perte s'étend sur un plus grand nombre d'années et, partant, plus la date de remboursement est rapprochée de celle de l'acquisition des titres, plus petit sera le rendement, la perte au remboursement se répartissant sur un nombre d'années moins grand.

RENDEMENT D'UN EMPRUNT AU TAUX NOMINAL DE 4%
remboursable au pair

Cours %	Prime		Echéances à		
	positive	négative	10 ans	20 ans	30 ans
85	+ 15	—	6,24	5,36	5,08
90	+ 10	—	5,41	4,86	4,68
95	+ 5	—	4,67	4,41	4,32
100	—	—	4,—	4,—	4,—
105	—	— 5	3,39	3,63	3,81
110	—	— 10	2,85	3,32	3,46
115	—	— 15	2,32	3,—	3,22

d) *La valeur effective du titre inférieure au pair, le prix de remboursement étant supérieur à ce dernier*

Le porteur d'une telle valeur, si elle est acquise en-dessous du pair, bénéficiera d'une double prime, c'est-à-dire de la différence entre le prix d'achat et le pair augmentée de la différence entre le pair et le prix de remboursement. La prime sera par contre unique si le prix d'achat est égal ou supérieur au pair, mais inférieur au prix de remboursement. La prime négative ou perte en cas d'achat au-dessus du prix de remboursement sera diminuée de la différence entre ce dernier et le pair. La durée de l'emprunt dans ce cas, a sur le rendement, selon que les titres sont achetés en-dessous ou en-dessus du prix de remboursement, les mêmes conséquences que respectivement dans les cas b) et c) ci-devant, lorsque les titres sont acquis en-dessous ou en-dessus du prix de remboursement, lequel, rappelons-le, était égal au pair. La formule des emprunts à prix de remboursement supérieur au pair est principalement usitée dans les pays anglo-saxons. Sur le continent, et en Suisse en particulier, le prix de remboursement se confond généralement avec le pair. Il n'est pas de cas connus de nous dans l'histoire de la Bourse où le prix de remboursement soit inférieur au pair.

De ce qui précède, nous pouvons déduire que l'investisseur en valeurs à revenu fixe ne peut déterminer à l'avance le rendement de ses titres que s'ils sont remboursables à échéance fixe. Dans une large mesure, le rendement est dominé par la durée de l'emprunt. Dans un type de cour-

te durée, la moindre variation de la valeur effective en-dessous du prix de remboursement donne lieu à une forte variation du rendement, du fait que la prime garde une valeur élevée. Dans la mesure où l'échéance est plus éloignée, l'abaissement de la valeur effective augmente de moins en moins le rendement, la prime n'ayant qu'une valeur insignifiante. Tel qu'il ressort du tableau du rendement [1]) pour un emprunt type 4% à dix ans, l'augmentation du rendement pour une différence de valeur effective de cinq points au-dessous du pair est de 0,67%. A trente ans, l'augmentation n'est plus que de 0,32%.

Si le titre n'est pas remboursable à échéance fixe, mais par voie de tirages, le rendement pour un porteur déterminé sera plus élevé ou plus bas selon que son titre sortira au tirage dans les premières années ou au contaire qu'il devra attendre les derniers tirages. Nous verrons dans un prochain chapitre la méthode que nous avons adoptée en cas de remboursement d'emprunts par tirages au sort.

2. *LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES A REVENU VARIABLE*

La stabilité que fait naître le taux fixe des intérêts à payer que s'engage à fournir l'emprunteur par obligations n'existe plus lorsque nous avons affaire à des valeurs à revenu variable. Au lieu d'une connexité entre le créancier et le débiteur, nous trouvons ici la société commerciale, d'une part, et les associés, les détenteurs de titres d'autre part. Ceux-ci ont droit à un revenu qui, contrairement au taux de l'intérêt, n'est ni obligatoire, ni inaltérable. Il est fixé chaque année par les organes de la société en pour-cent du capital-actions. Il représente en quelque sorte la situation financière de la société et plus particulièrement le profit tiré de sa gestion [2])

Le dividende est avec le prix d'achat en Bourse le facteur principal permettant à l'investisseur de déterminer le rendement d'une valeur à revenu variable. Comme pour les obligations, nous retrouvons ici quatre facteurs indispensables à son établissement:

1. **dividende en pour-cent**
2. **valeur nominale**
3. **valeur d'émission**
4. **prix de vente ou prix de remboursement.**

Alors que pour les valeurs à revenu fixe, le prix de remboursement est fixé d'avance, pour les valeurs à revenu variable, le prix de remboursement, tant que la société émettrice subsiste, se confond avec le prix auquel le porteur s'en dessaisira. De même que les modalités d'emprunt sont fixées au moment de l'émission d'un emprunt-obligations, le temps pendant lequel une action sera détenue par l'actionnaire est fonc-

(1) Voir page 26.
(2) Saling's Börsenpapiere, op. cit., p. 79.

tion du moment où celui-ci vendra son titre, ou de la date de dissolution de la société. Or, la société de capitaux ne fixe pas par avance le terme de son activité, pas plus que le prix de remboursement de ses parts.

Si un investisseur individuel a la faculté de déterminer le rendement de ses actions en considérant les quatre facteurs ci-dessus, (ce qui suppose qu'il a vendu ses titres et qu'il connaît la prime positive ou négative que lui laisse l'opération) l'établissement du rendement selon cette méthode sur un plan général est très difficile, pour ne point dire impossible. Comment connaître en effet, pour chaque valeur, le temps pendant lequel elle a été détenue par un porteur déterminé et les prix auxquels elle a été acquise et vendue ?

A défaut du cycle complet de l'opération boursière, nous nous en tiendrons à la coutume qui détermine le rendement des valeurs à revenu variable en tenant compte du pair à l'exclusion du prix de remboursement [1]). Comme pour les obligations, nous allons, pour mener à bien notre étude, substituer au prix d'émission le prix d'achat en Bourse et établir le rendement des valeurs à revenu variable selon la position relative des trois facteurs suivants:

1. le dividende en francs
2. la valeur nominale
3. la valeur effective.

L'investisseur de capitaux en valeurs à revenu variable, suivant le prix d'acquisition de ses titres, se trouvera en face des trois possibilités de rendement suivantes:

a) *La valeur effective du titre égale le pair*

Pour autant qu'un revenu soit attribué au titre acquis à de telles conditions, son rendement annuel sera égal au dividende. Supposons un titre de fr. 100.— nominal, acquis à ce prix et rétribué à raison de 6%. Le porteur touchera pour l'année en question six francs, montant qui représente à la fois le dividende et le rendement du titre, étant donné que, d'une part, le dividende est payé en pour-cent de la valeur nominale et que, d'autre part, il n'y a ni bénéfice, ni perte à l'acquisition.

b) *La valeur effective du titre inférieure au pair*

Le rendement du titre acquis au-dessous de sa valeur nominale sera supérieur au dividende qui lui est attribué. Le dividende étant payé sur la valeur nominale, le porteur touchera d'abord le taux fixé par les organes de la société. Dans l'exemple ci-dessus, il touchera d'abord six francs: mais comme il n'a pas versé fr. 100.—, mais un montant inférieur, par

(1) Voir exemple détaillé du rendement des actions suisses pour l'année 1936, p. 35 et ss.

exemple fr. 80.—, pour acquérir le titre, il aura en fait placé son argent à

$$\frac{6 \times 100}{80} = 7{,}5\%$$

Plus la valeur effective s'éloigne de la valeur nominale, plus le rendement sera élevé et plus elle se rapproche de la valeur nominale, plus le rendement auquel peut prétendre l'investisseur aura tendance à se confondre avec le taux du dividende.

c) *La valeur effective du titre inférieure au pair*

Le rendement fourni par un tel titre sera inférieur au taux du dividende. En effet, si nous reprenons l'exemple précédent en supposant que le titre a été acquis pour le prix de fr. 120.—, le porteur touchera un dividende de six francs mais ayant investi fr. 120.—, ses fonds lui rapporteront

$$\frac{6 \times 100}{120} = 5\%$$

soit un rendement de cinq francs. A l'inverse des valeurs acquises en dessous du pair, plus la valeur d'acquisition s'éloigne de la valeur nominale, plus le rendement diminue et plus elle s'en approche, plus le rendement augmente et aura tendance à se confondre avec le taux de dividende.

Calculé sur la valeur boursière des titres, le rendement est surtout fonction, pour les obligations, de la date de remboursement de l'emprunt, les cours variant entre des limites assez étroites. Pour les actions par contre, le rendement est beaucoup plus fonction des cours, lesquels peuvent, suivant les valeurs, varier dans des proportions assez grandes.

CHAPITRE II

LE CHOIX DES VALEURS DE BASE

Les valeurs mobilières cotées aux Bourses suisses se chiffrent par centaines. Elles ne pourraient donc, sans un travail considérable, être indistinctement prises en considération pour l'établissement du rendement. Pour des raisons pratiques, il nous paraît raisonnable d'éliminer d'emblée toutes les valeurs qui, d'abord sont peu négociées, ensuite cette catégorie de valeurs qui n'a pas grande emprise sur la conjoncture des affaires, pour ne conserver que les valeurs les plus typiques.

Dans les tableaux qui suivront, nous avons établi le rendement des principales valeurs cotées aux Bourses de Zurich, Bâle, Genève et Lausanne selon deux catégories: les obligations et les actions. Lorsqu'une valeur est cotée à plusieurs Bourses à la fois, nous avons pris en considération les cours du marché où elle est le plus souvent traitée. Notre choix ne se borne pas à un nombre déterminé de valeurs; nous avons considéré, au contraire, l'importance de leur capital et de leur marché.

RÉPARTITION DES VALEURS DE BASE ET DU CAPITAL POUR 1936

Obligations	*Nombre de valeurs*	*Capital en circulation au 1er janvier* (millions de fr.)
1. Confédération et Chemins de fer fédéraux	7	900,00
2. Cantons et Municipalités	11	238,48
3. Banques hypothécaires et Sociétés financières	8	200,00
4. Industries	13	161,00
Total 1—4	39	1.499,48
Actions		*Capital coté au 1er janvier* (millions de fr.)
1. Banques	8	523,00
2. Sociétés financières	13	377,88
3. Compagnies d'assurances	5	66,20
4. Sociétés industrielles	25	533,26
Total 1—4	51	1.500,34

Pour établir le rendement des valeurs à revenu fixe, nous n'avons retenu que des obligations d'emprunts d'une durée à courir de cinq ans au minimum et d'un capital en circulation au premier janvier de chaque année de deux millions de francs et plus. Pour les valeurs à revenu variable, ce sont les actions des sociétés d'un capital social de deux millions de francs et plus, au premier janvier également, qui nous serviront de base [1]). Le capital total envisagé est de 1.500 millions de francs que nous avons répartis en différents groupes comme le fait ressortir le tableau ci-devant.

Le nombre de titres sur lesquels nous avons jeté notre dévolu au cours des quinze années, entre 39 au minimum et 47 au maximum pour les obligations et entre 45 et 61 pour les actions, suffit à notre avis largement pour donner une image fidèle du rendement, étant donné que ces titres sont pour la plupart des obligations de premier ordre et des actions des plus importantes sociétés de capitaux du pays. Pas plus que le nombre de valeurs, le capital total des différents groupes n'est constant d'une année à l'autre. Les valeurs à revenu fixe dont l'échéance tombe à moins de cinq ans, ou le capital en circulation au premier janvier à moins de deux millions de francs à la suite d'amortissements, ou encore les valeurs qui font l'objet d'une conversion, sont remplacées par d'autres dont le capital en circulation peut ne pas correspondre au capital des valeurs qu'elles remplacent. Il en est de même des valeurs à revenu variable. Les sociétés dont le capital social tombe en-dessous de deux millions de francs ne sont plus prises en considération. La cause la plus fréquente des variations du capital total d'un groupe de valeurs à revenu variable est soit une augmentation, soit une réduction du capital social d'une ou de plusieurs sociétés.

Quoique le capital total des différents groupes de valeurs aussi bien à revenu fixe qu'à revenu variable ne soit pas constant d'une année à l'autre, il nous paraît intéressant de présenter également le rendement moyen annuel de chacun de ces groupes. En matière de rendement, il existe d'ailleurs des courants niveleurs dus au fait que les capitalistes recherchent de préférence les investissements les plus rémunérateurs pour leurs capitaux. Ces courants viennent en quelque sorte annihiler l'influence que pourraient avoir sur le rendement moyen ces variations dans le montant du capital de chaque groupe de valeurs.

Par suite de la fixité du taux de l'intérêt, les valeurs à revenu fixe nécessaires à la formation du montant de 1.500 millions de francs sont toutes rémunérées. Il n'en est pas de même des valeurs à revenu variable qui contribuent à la formation de ce montant. A moins que la situation d'une société soit totalement compromise, il se trouve toujours, dans l'espoir de temps meilleurs, des capitalistes pour acquérir des actions dont le rendement, pendant une ou quelques années, sera très faible, voire

(1) Exception faite des augmentations ou réductions de capital social au cours de l'année. Voir à ce sujet p. 56.

nul [1]). Afin de tenir compte de cette catégorie de valeurs qui fait aussi l'objet de transactions en Bourse, nous avons inclus dans le capital social total de 1.500 millions de francs une moyenne annuelle de 10% de capital non rémunéré. Pour 1936, les quatre sociétés suivantes n'ont pas distribué de dividende:

Raisons sociales	*capital social* (millions fr.)
Schweizerische Ges. f. Metallwerte	25
Maschinenfabrik, Oerlikon	16
Gebrüder Sulzer A.G.	40
Lonza, Us. Electriques et Chimiques S.A.	48
	129

Ces 129 millions de francs non rémunérés représentent 8,6% du capital total sur lequel nous avons établi le rendement des valeurs à revenu variable.

Il convient en terminant ce bref chapitre de relever que nous avons, au cours de notre étude, établi le rendement moyen des valeurs mobilières suisses uniquement. Nous avons renoncé à prendre en considération les valeurs étrangères traitées en Suisse, étant donné les difficultés de cotation à nos Bourses, d'encaissement et de transfert des revenus, difficultés inhérentes à la fois à l'origine des valeurs et à la période envisagée.

(1) Donner O., « La Science de la Bourse. Les facteurs de la formation des cours », Paris, 1941, p. 126.

CHAPITRE III

LE CALCUL DU RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES

Le rendement d'un titre considéré à une date fixe peut se calculer selon différentes formules, toutes relativement simples. Pour les valeurs à revenu fixe, il existe des tables permettant de déterminer avec un maximum de précision, pour n'importe quelle valeur, son taux réel pour autant que les modalités d'emprunt et les autres facteurs dont nous avons parlé plus haut soient connus.

Le principe essentiel de ces tables est de répartir sur la durée de l'emprunt le bénéfice ou la perte de cours sous forme d'annuité calculée à un taux d'intérêt uniforme. Cette annuité est ajoutée avec son signe au montant annuel de l'intérêt et le total est rapporté au cours considéré. Pour les valeurs à revenu variable le taux réel est calculé en divisant pour chaque valeur le montant du dividende par le cours. Ces calculs sont si élémentaires que nous ne jugeons pas nécessaire d'y entrer plus en détail.

Les difficultés n'apparaissent qu'au moment où l'on veut établir le rendement d'un ensemble de valeurs, c'est-à-dire un rendement moyen. Le problème qui se pose tout d'abord est celui de la détermination des facteurs nécessaires au calcul du rendement. Comment déterminer des éléments qui soient également représentatifs pour toutes les valeurs et pendant toute une période donnée ? Le rendement moyen doit-il être le résultat de la moyenne arithmétique simple de la somme des taux réels de chaque valeur ou bien faut-il tenir compte de l'importance de chaque titre en faisant intervenir un facteur de pondération et lequel ? Pour notre part, nous avons calculé le rendement de chaque valeur prise individuellement à l'aide des facteurs suivants:

A. *Obligations*

1.	**Intérêt annuel:**	selon le taux nominal de l'emprunt,
2.	**Valeur effective:**	moyenne annuelle de douze cours, soit prix faits, soit cours demande, soit derniers prix faits au 15 de chaque mois.
3.	**Durée de l'emprunt:**	en années et demi-année depuis le mois de juillet de l'année considérée jusqu'à la date de l'échéance ultime.
4.	**Prix de remboursement:**	le pair, soit fr. 100.—.

B. *Actions*

1.	Dividende en francs:	calculé selon le taux attribué pendant l'année considérée même.
2.	Valeur nominale:	le pair pour chaque titre.
3.	Valeur effective:	moyenne annuelle de douze cours, établie selon la même méthode que ci-dessus pour les obligations.

Dans l'établissement du rendement moyen annuel des valeurs à revenu fixe, nous nous en sommes tenus à la méthode adoptée par le Service d'études et de statistique de la Banque Nationale suisse pour le calcul du rendement des douze valeurs de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux qui consiste à pondérer le rendement par le montant des obligations en circulation au début de l'année. Le rendement moyen annuel des actions est établi selon le même principe de pondération ; nous avons retenu comme facteur « poids » le capital coté.

Etant donné l'importance du rôle et la variété dans le choix des facteurs indispensables au calcul du rendement, nous leur avons réservé un chapitre spécial après les tableaux de rendement, afin de les analyser plus à fond à l'aide d'exemples concrets tirés des calculs du rendement des obligations et des actions pour 1936 dont nous allons donner maintenant un exemple détaillé. Cet exemple a pour but non seulement d'illustrer notre méthode de calcul, mais aussi de faire connaître les obligations et les actions prises en considération cette année-là ainsi que les facteurs nécessaires au calcul de leur rendement respectif. Dans l'ordre, voici les tableaux du rendement moyen des valeurs à revenu fixe et des valeurs à revenu variable, précédés de l'établissement du cours moyen annuel de chaque valeur:

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU FIXE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	4½% Fédéral 1927	4% Fédéral 1930	4% Fédéral 1933	4% Fédéral 1934	4½% C.F.F. 1927
Janvier	98,50	93,25	93,25	95,10	96,40
Février	100,50	95,00	95,10	96,80	99,25
Mars	100,40	93,00	92,75	93,75	97,90
Avril	100,70	93,25	92,60	94,80	97,75
Mai	100,40	94,25	94,00	95,50	97,60
Juin	96,25	87,75	86,75	91,00	92,00
Juillet	100,25	91,60	91,60	95,50	96,50
Août	101,30	93,75	93,60	95,25	98,50
Septembre	101,30	94,40	94,10	96,25	98,75
Octobre	105,00	102,50	102,40	102,50	105,00
Novembre	106,00	104,25	104,20	104,20	105,75
Décembre	106,55	104,10	104,10	104,10	105,95
Moyenne annuelle	101,45	99,60	95,35	97,05	99,30

	4% C.F.F. 1933	4% C.F.F. 1934	4% Bernois 1933	4% Bernois 1934	4% Zuricois 1934
Janvier	93,50	90,30	91,50	91,50	94,00
Février	95,10	92,25	94,50	94,50	96,00
Mars	94,00	92,25	94,40	93,00	93,00
Avril	94,85	92,25	93,50	93,50	93,00
Mai	94,75	92,25	92,75	92,75	93,60
Juin	91,00	85,75	87,75	85,75	92,00
Juillet	93,50	90,40	90,00	90,00	94,00
Août	95,00	91,75	91,50	91,75	96,50
Septembre	95,40	91,00	94,00	94,50	96,25
Octobre	101,75	102,00	101,00	101,25	101,75
Novembre	103,10	103,20	103,00	103,25	103,00
Décembre	103,90	103,25	102,60	102,60	102,75
Moyenne annuelle	96,30	93,90	94,70	94,55	96,30

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU FIXE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	4% Bâlois 1933	3½% Vaudois 1933	4% Vaudois 1934	4% Berne-Ville 1930	4½% Zurich-Ville 1930
Janvier	86,00	91,75	95,00	88,00	90,00
Février	87,25	93,50	98,50	89,50	91,25
Mars	87,00	92,50	95,00	89,25	94,00
Avril	84,50	92,00	94,75	89,25	99,50
Mai	83,00	91,00	97,25	89,00	91,50
Juin	80,50	87,50	98,00	83,00	84,50
Juillet	84,00	89,50	94,25	89,50	90,00
Août	84,50	91,00	98,00	89,00	91,75
Septembre	84,00	92,25	99,00	89,50	91 30
Octobre	95,75	99,75	101,75	100,00	101,50
Novembre	98,75	101,00	102,50	102,00	102,00
Décembre	99,05	100,75	102,50	101,00	102,00
Moyenne annuelle	87,85	93,55	98,05	91,60	94,10

	4½ Zurich-Ville 1933	4% Lausanne 1930	3½% Lausanne 1930	4% Banque des lettres de gage suisses 1933 Série 11	4% Centrale de lettres de gage suisses 1934 Série 9
Janvier	83,25	88,00	80,75	93,75	97,50
Février	83,00	91,50	81,75	95,00	97,50
Mars	86,00	90,00	80,00	93,50	98,00
Avril	84,00	90,50	80,00	95,25	98,25
Mai	81,00	89,25	78,50	94,75	98,00
Juin	80,25	85,75	77,75	89,00	96,00
Juillet	83,75	83,75	79,50	93,50	96,00
Août	83,75	82,75	78,00	95,00	97,50
Septembre	84,00	84,00	78,00	96,00	97,75
Octobre	98,75	97,50	94,00	101,50	102,25
Novembre	99,80	100,25	96,75	103,25	104,25
Décembre	99,90	100,25	97,75	102,75	104,00
Moyenne annuelle	87,30	90,30	83,55	96,10	98,90

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU FIXE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	4% Caisse Hypoth. Cton. Berne 1933	4% Crédit Fonc. Vaudois 1933	4% Crédit Fonc. Vaudois 1934	4½% Bank f. elek. Unternehm. 1931	5% Motor-Colombus 1929
Janvier	96,00	95,00	94,00	92,50	74,50
Février	97,50	96,00	95,00	98,00	82,25
Mars	95,50	95,00	95,25	95,75	82,50
Avril	96,75	95,00	95,00	94,25	80,50
Mai	95,25	96,00	96,00	95,00	81,50
Juin	90,00	91,25	91,00	88,00	75,00
Juillet	96,25	95,10	95,00	91,25	83,25
Août	96,50	96,75	96,75	92,00	82,50
Septembre	97,50	97,50	97,50	90,00	83,00
Octobre	100,75	102,25	101,75	104,00	100,00
Novembre	103,00	102,30	102,50	104,00	101,25
Décembre	103,00	102,85	102,75	105,00	101,75
Moyenne annuelle	97,35	97,10	96,90	95,80	85,65

	5½% Swiss-Amer. d'électr. 1929	4¼% Bernische Kraftwerke 1931	4¼% Forces mot. Oltén-Aarburg 1931	5% Oberhasli 1930	4¼% Brusio 1933
Janvier	91,50	95,00	95,00	100,40	88,00
Février	95,00	98,00	95,50	101,50	89,00
Mars	97,00	99,50	96,00	101,25	89,00
Avril	96,75	98,50	95,00	100,75	89,00
Mai	97,00	98,25	95,25	100,75	89,00
Juin	95,00	93,00	90,00	99,50	89,50
Juillet	96,25	97,00	92,25	100,50	90,50
Août	98,50	97,50	94,00	101,15	90,00
Septembre	99,50	100,00	93,25	101,50	93,00
Octobre	103,00	102,00	101,00	103,50	96,00
Novembre	105,00	104,00	102,75	105,50	98,50
Décembre	106,00	104,50	102,25	105,40	100,25
Moyenne annuelle	98,40	98,95	96,00	101,80	91,80

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES A REVENU FIXE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	4½% Energie Ouest Suisse 1932	4½% Entreprises Elect. Fribourg. 1931	4¼% Joux & Orbe 1934	4½% Sté Romande d'électricité 1934	4½% Aluminium 1930
Janvier	75,25	98,75	97,00	79,00	99,50
Février	79,75	100,25	99,00	80,00	101,00
Mars	79,00	100,00	99,00	80,00	100,25
Avril	78,00	100,00	98,00	77,00	102,10
Mai	77,00	100,00	95,00	67,00	102,25
Juin	73,25	100,35	95,00	67,00	99,00
Juillet	79,00	100,00	97,00	68,00	101,50
Août	81,25	101,00	98,00	66,00	101,60
Septembre	81,00	101,25	99,00	71,00	101,85
Octobre	95,50	102,50	102,00	93,00	105,25
Novembre	98,00	104,00	102,00	97,75	105,00
Décembre	98,50	104,25	102,50	97,00	105,50
Moyenne annuelle	82,95	101,05	98,65	78,30	102,05

	5% G. Fischer S.A. 1932	5% Chemin de Fer Lausanne-Ouchy 1930	5% Chocolat Villars S.A. 1931	4½% Conserves Lenzburg 1932
Janvier	91,00	99,50	100,50	101,00
Février	91,75	100,00	100,00	102,00
Mars	94,00	100,00	100,00	102,00
Avril	95,00	100,00	100,25	100,50
Mai	95,00	100,00	100,00	101,75
Juin	94,00	99,50	100,00	102,00
Juillet	94,50	100,25	100,50	100,00
Août	94,75	100,25	100,75	101,00
Septembre	92,50	100,50	102,00	101,25
Octobre	102,00	101,50	104,00	100,50
Novembre	104,00	101,50	104,50	103,00
Décembre	104,50	102,50	104,00	104,50
Moyenne annuelle	96,10	100,45	101,40	101,65

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU VARIABLE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	Banque Fédérale	Hypoth. Bank Winterthur	Union de Banques Suisses	Crédit Suisse	Banque Nationale Suisse
Janvier	148	460	——	368	550
Février	160	525	——	398	575
Mars	156	510	170	351	570
Avril	157	515	179	370	560
Mai	158	510	175	371	550
Juin	157	510	170	369	550
Juillet	160	509	169	372	550
Août	160	509	170	283	570
Septembre	160	512	175	385	560
Octobre	216	590	255	562	615
Novembre	249	610	285	612	630
Décembre	256	645	281	622	628
Moyenne annuelle	178	534	203	430	576 - 250 n. lib. 326

	Société de Banque Suisse	Crédit Fonc. Vaudois	Banque Cantonale Vaudoise	Bank f. elekt. Unternehmungen	Gesellschaft für Transportwerte
Janvier	328	580	572,50	385	125,50
Février	362	595	550	429	172
Mars	305	570	600	415	167
Avril	333	555	600	430	174
Mai	332	547,50	600	414	170
Juin	340	562,50	645	366	164
Juillet	355	555	655	385	158
Août	360	550	620	385	165
Septembre	369	565	640	375	179
Octobre	536,50	680	692,50	520	210
Novembre	574	682,50	725	572	188
Décembre	572	677,50	725	568	212
Moyenne annuelle	397	593	635	437	174

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU VARIABLE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	Continental Lino Union	Thesaurus	Ed. Laurens ord. A	I.G. Chemie 1-130.000	I.G. Chemie 140-300.000
Janvier	86	200	100	420	468
Février	101	195	130	440	476
Mars	94	175	130	440	480
Avril	105	190	180	470	500
Mai	100	190	250	460	470
Juin	94	190	100	485	488
Juillet	93	180	110	445	485
Août	91	190	150	445	470
Septembre	90	190	140	440	450
Octobre	120	270	180	585	560
Novembre	157	315	235	620	625
Décembre	154	305	220	600	593
Moyenne annuelle	107	216	160	487	505 - 250 n. lib. 255

	Sté. des Ciments Portland	Sté Financière Italo-Suisse	Genevoise du Gaz	Nasic	Schweiz. Ges. für elekt. Industrie
Janvier	460	76	462	30	310
Février	470	80	450	30	373
Mars	490	82	440	28	358
Avril	525	91	415	28	340
Mai	495	97	370	32	333
Juin	515	96	319	34	313
Juillet	570	106	320	30	317
Août	570	89	280	30	300
Septembre	575	93	265	32	305
Octobre	640	118	385	41	400
Novembre	710	153	418	44	440
Décembre	780	154	418	38	448
Moyenne annuelle	567	103	379	33	353

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU VARIABLE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	Schweiz. Ges. für Metallwerte	Réassurance Suisse	Winterthur Assurance	«Zurich» Assurance Acc. et resp.	« La Bâloise » Assurance-Vie
Janvier	110	2785	2950	5150	5900
Février	135	3000	3225	5500	6400
Mars	110	2940	3200	5500	6150
Avril	117	2985	3100	5300	6100
Mai	117	2990	3200	5300	5660
Juin	101	2950	3250	5500	5900
Juillet	87	2980	3300	5475	5900
Août	86	2975	3325	5500	5700
Septembre	58	2950	3300	5300	5800
Octobre	95	3800	3900	6675	6675
Novembre	126	3900	4200	7500	7200
Décembre	116	3940	4100	7600	7360
Moyenne annuelle	105	3183 - 600 n. lib. 2583	3420 - 400 n. l. 3020	5858 - 300 n. l. 5558	6245 - 2500 n. l. 3745

	« La Suisse » Assurance-Vie	Centrale Suisse d'électricité	Electr. Olten-Aarburg	F. Motrices Laufenburg	F. Motrices Brusio
Janvier	2375	675	700	520	430
Février	2700	730	830	555	455
Mars	2550	720	820	500	595
Avril	2600	660	720	510	495
Mai	2750	660	710	517	490
Juin	2625	650	785	463	465
Juillet	2600	683	750	460	415
Août	2650	690	700	485	440
Septembre	2560	660	650	449	440
Octobre	2980	785	825	545	480
Novembre	3090	750	845	570	515
Décembre	3150	800	810	560	505
Moyenne annuelle	2720	705	769	511	469

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU VARIABLE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	F. Motrices Joux & Orbe	A.G. für Seidenwerte	Aluminium S.A.	Bally C.F.	A. G. Georg Fischer
Janvier	555	55	1650	878	253
Février	580	60	1670	900	317
Mars	550	60	1710	905	290
Avril	575	60	1790	915	318
Mai	535	60	1750	925	315
Juin	535	60	1780	990	323
Juillet	560	60	1754	940	302
Août	575	60	1695	950	302
Septembre	575	60	1799	925	328
Octobre	675	75	2305	1210	500
Novembre	670	85	2450	1220	465
Décembre	675	85	2455	1255	470
Moyenne annuelle	588	65	1900	1001	349

	Maschinenfabrik Oerlikon	Sulzer A. G.	Metallwaren-Fabrik	Aramayo	Ed. Dubied & Co.
Janvier	267	310	470	18	165
Février	320	395	450	20	165
Mars	325	378	400	21	165
Avril	352	395	450	23	135
Mai	345	376	465	19	140
Juin	343	370	460	17	150
Juillet	325	337	480	18	150
Août	312	360	450	18	150
Septembre	332	390	450	17,25	160
Octobre	470	598	525	24,25	190
Novembre	472	665	550	30	235
Décembre	470	653	550	29,25	260
Moyenne annuelle	361	436	475	21	172

COURS DES VALEURS MOBILIÈRES À REVENU VARIABLE

au 15 de chaque mois et moyenne annuelle — 1936

	Sté Genevoise Inst. Physique	Cabl. et Tréf. Cossonay	Sandoz S.A.	Sté p. l'Industrie chimique	Lonza Elect. et Chim.
Janvier	75	1685	5800	4090	68,50
Février	77	1680	5800	4050	79,00
Mars	75	1650	5800	4000	76,50
Avril	73,50	1650	6000	4100	82
Mai	77	1660	5925	3930	78
Juin	72	1650	6025	4075	75
Juillet	71	1600	5825	3950	71,75
Août	75	1540	5725	3902	69
Septembre	73	1575	5750	3940	70
Octobre	95	1790	7150	5425	107
Novembre	108	1725	7600	5350	106
Décembre	112,50	1700	7700	5370	107
Moyenne annuelle	82	1659	6258	4349	82

	Alimentana S. A.	Conserves Lenzburg	Nestlé Anglo-Swiss	Oursina S.A.	Magazine Globus	Chemin de Fer Lausanne-Ouchy
Janvier	15250	1230	795	390	520	98
Février	15500	1250	813	405	580	100
Mars	15900	1250	810	410	590	102
Avril	15000	1315	840	400	600	98
Mai	15100	1350	845	400	570	100
Juin	15300	1380	869	400	600	99
Juillet	15800	1375	832	370	600	94
Août	15800	1365	851	370	593	94
Septembre	16050	1350	870	380	560	94
Octobre	18500	1550	1150	440	670	100
Novembre	18600	1545	1135	480	650	92
Décembre	18300	1510	1115	495	680	90
Moyenne annuelle	16258	1373	910	412	601	97

CALCUL DU RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES

A REVENU FIXE EN 1936

TITRES	Bourse	Capital en circulation (millions de fr.)	Échéance 1) 2)	Années à courir	Cours	Rendement brut	Capital x Rendement
A. OBLIGATIONS FÉDÉRALES							
1. 4½% Fédéral 1927	Z	150,00	42^{4}	6	101,45	4,23	634,50
2. 4% Fédéral 1930	Z	150,00	50^{9}	14	99,60	4,04	606,00
3. 4% Fédéral 1933	Z	150,00	53^{12}	17,5	95,35	4,39	658,50
4. 4% Fédéral 1934	Z	100,00	46^{11}	10,5	97,05	4.35	435,00
5. 4%½ C.F.F. 1927	Z	100,00	45^{10}	9,5	99,30	4,59	459,00
6. 4% C.F.F. 1933	Z	150,00	43^{8}	7	96,30	4,62	693,00
7. 4% C.F.F. 1934	Z	100,00	49^{3}	12,5	93,90	4,65	465,00
		900,00					3.951,00
Rendement = 3.951,00 / 900,00 = 4,39 %							
B. CANTONS & MUNICIPALITÉS							
8. 4% Bernois 1933	Z	24,00	51^{10}	15,5	94,70	4,48	107,50
9. 4% Bernois 1934	Z	20,00	54^{6}	18	94,55	4,44	88,80
10. 4% Zuricois 1934	Z	20,00	50^{1}	13,5	96,30	4,36	87,20
11. 4% Bâlois-Ville 1933	B	15,00	53^{11}	17,5	87,85	5,05	75,75
12. 3½% Vaudois 1933	L	22,00	58*	11*	93,55	4,24	93,30
13. 4% Vaudois 1934	L	10,00	54*	9*	98,05	4,27	42,70
14. 4% Berne-Ville 1930	Z	25,00	48^{12}	12,5	91,60	4,91	122,75
15. 4½% Zurich 1930	Z	30,00	45^{5}	9	94,10	5,34	160,20
16. 4% Zurich 1933	Z	30,00	53^{3}	16,5	87,30	5,15	154,50
17. 4% Lausanne 1930	L	30,00	48*	6*	90,30	5,95	178,50
18. 3½% Lausanne 1933	L	12,48	63*	13,5*	83,55	5,22	65,15
		238,48					1.176,35
Rendement = 1.176,35 / 238,48 = 4,93							

1) 2) voir page suivante.

	TITRES	Bourse	Capital en circulation (millions de fr.)	Echéance 1) 2)	Années à courir	Cours	Rendement brut	Capital x Rendement
	C. BANQUES HYPOTHÉCAIRES & SOCIÉTÉS FINANCIÈRES							
19.	4% Let. gage suisses 1933, ser. 11	Z	25,00	53^{9}	17	96,10	4,33	108,25
20.	4% Let. gage Banque cant. 1934, ser. 9	Z	30,00	54^{9}	18	98,90	4,08	122,40
21.	4% Caisse hypoth. Cton. de Berne 1933	B	20,00	51^{12}	15,5	97,35	4,23	84.60
22.	4% Cr. Fonc. Vaud. 1933	L	20,00	53*	8,5*	97,10	4,41	88,20
23.	4% Cr. Fonc. Vaud. 1934	L	35,00	54*	9*	96,90	4,42	154,70
24.	4½% Bank f. elektr. Unternehmungen 1931	Z	25,00	51^{3}	14,5	95,80	4,91	122,75
25.	5% Mot. Columbus 1929	Z	20,00	44^{10}	8.5	85,65	7,40	148,00
26.	5½% Swiss-Amer. d'électr. 1929	Z	25,00	45^{9}	9	98,40	5,73	143,25
			200,00					972,15

$$\text{Rendement} = \frac{972{,}15}{200{,}00} = 4{,}86\ \%$$

	D. INDUSTRIES							
27.	4¼% Ber. Kraftw. 1931	Z	15,00	46^{4}	10	98,95	4,39	65,85
28.	4¼% Olten-Aarburg 1931	Z	30,00	51^{6}	15	96,00	4,63	138,90
29.	5% Oberhasli 1930	Z	18,00	48^{6}	12	101,80	4,80	86,40
30.	4¼% Brusio 1933	B	8,00	50^{8}	14	91,80	5,08	40,65
31.	4½% E.O.S. 1932	L	20,00	52^{4}	16	82,95	6,19	123,80
32.	4½% E.E.F. 1931	L	17,00	51^{1}	14,5	101,05	4,40	74,80
33.	4¼% Joux & Orbe 1934	L	9,00	52*	8*	98,65	4,45	40,05
34.	4½% Rom. d'électr. 1934	L	7,00	54*	9*	78,30	8,52	59,65
35.	4½% Aluminium 1930	Z	25,00	45^{9}	9	102,05	4,23	105,75
36.	5% Georg Fischer 1932	Z	2,00	44^{5}	8	96,10	5,61	11,20
37.	5% Lausanne-Ouchy 1930	L	6,00	60*	12*	100,45	4,95	29,70
38.	5% Choc. Villars 1931	L	2,00	51^{1}	14,5	101,40	4.87	9,75
39.	4½% Lenzburg 1932	Z	2,00	42^{4}	6	101,65	4,19	8,40
			161,00					794,90

$$\text{Rendement} = \frac{794{,}90}{161{,}00} = 4{,}94$$

1. Les exposants indiquent le mois d'échéance.

2. (*) remboursements par tirages.

CALCUL DU RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES A REVENU VARIABLE EN 1936

TITRES	Bourse	Capital coté (millions de fr.)	Valeur nominale 1)	Dividende en francs	Cours	Rendement brut	Capital x Rendement
A. BANQUES							
1. Banque Fédérale	Z	33,00	250	10.—	178	5,62	184,45
2. Hyp. Bank Winterthur	Z	15.00	500	30.—	534	5,62	84,30
3. Union de Banques Suisses	Z	40,00	250	12.50	203	6,16	246,40
4. Crédit Suisse	Z	150,00	500	25.—	430	5.81	871,50
5. Banque Nat. Suisse	Z	25,00	250	15.—	326	4,60	115,00
6. Sté de Banque Suisse	B	160,00	500	25.—	397	6,30	1.000,00
7. Crédit Fonc. Vaudois	L	50,00	500	28.75	593	4,85	242,50
8. Banque Cant. Vaudoise	L	50,00	500	27.50	635	4,33	216,50
		523,00					2.969,65

$$\text{Rendement} = \frac{2.969,65}{523,00} = 5,68\ \%$$

B. SOCIÉTÉS FINANCIÈRES							
9. Bank f. elektr. Unternehmungen «A»	Z	74,75	500	30.—	437	6,86	512,80
10. Bank f. Transportwerte, priv.	Z	8,10	300	9.—	174	5,17	41,90
11. Cont. Linoléum Union	Z	23,00	125	15.57	107	14,55	334,65
12. « Thésaurus » Zurich	Z	7,50	320	12,50	216	5,79	43,45
13. Ed. Laurens, ord. A	B	7,50	500	15.—	160	9,38	70,35
14. I.G. Chemie 1-130.000	B	65,00	500	40.—	487	8,23	534,95
15. I.G. Chemie 140-300.000	B	40,00	250	20.—	255	7,84	313,60
16. Schw. Ges. f. elektr. Industrie	B	36,00	450	27.—	353	7,65	275,40
17. Schw. Ges. f. Metallwerte	B	25,00	500	—	105	—	—
18. Ciment Portland	B	5,00	500	40,—	567	7,05	35,35
19. Sté. Fin. Italo-Suisse	G	50,00	200	14.—	103	13,59	679,50
20. Genevoise du gaz	G	13,75	500	20.—	379	5.28	72,60
21. Nasic	G	22,28	100	2.50	33	7,58	168,90
		377,88					3.083,35

$$\text{Rendement} = \frac{3.083,35}{377,88} = 8,16\ \%$$

C. ASSURANCES							
22. Réassurance Suisse	Z	23,20	400	127.66	2583	4,94	114,60
23. Winterthur	Z	12,00	600	127.65	3020	4,23	50,75
24. « Zurich » acc. et resp.	Z	21,00	700	236,17	5558	4,25	89,25
25. « Bâloise-Vie »	B	5,00	2500	250.—	3745	6,68	33,40
26. « La Suisse » Vie	L	5,00	1000	106.40	2720	3,91	19,55
		66,20					307,55

$$\text{Rendement} = \frac{307,55}{66,20} = 4,65\ \%$$

1) libérée

TITRES	Bourse	Capital coté (millions de fr.)	Valeur nominale 1)	Dividende en francs	Cours	Rendement brut	Capital x Rendement
C. INDUSTRIES							
27. Cent. suisse d'électricité	Z	20,00	500	31.90	705	4,52	90,40
28. Olten-Aarburg	Z	20,00	500	37.50	769	4,88	97,60
29. Forces mot. Laufenburg	Z	21,00	500	42.55	511	8,33	174,95
30. Forces mot. Brusio	B	6,00	500	30.—	469	6,40	38,40
31. Joux & Orbe	L	8,00	500	25.—	588	4,25	34,00
32. A.G. für Seidenwerte	Z	4,50	100	5.—	65	7,69	34,60
33. Aluminium S.A.	Z	60,00	1000	75.—	1900	3,95	237,00
34. Bally C.F.	Z	30,00	800	42.56	1001	4,25	127,50
35. Georg Fischer	Z	20,00	500	15. –	349	4,30	86,00
36. Oerlikon Masch.	Z	16,00	400	—	361	—	—
37. Sulzer A.G.	Z	40,00	1000	—	436	—	—
38. Metallwaren-Fabrik	Z	4,00	500	26.60	475	5,60	22,40
39. Aramayo	G	20,16	20	1.50	21	7,14	143,95
40. Ed. Dubied	G	9,50	500	20.00	172	11,63	110,50
41. Instruments de Physique	G	4,00	100	5.00	82	6,10	24.40
42. Cossonay	L	7,50	500	67.41	1659	4,06	30,45
43. Sandoz	B	10,00	1000	300.—	6258	4,79	47,90
44. Sté. p. Indust. chimique	B	20,00	1000	200.—	4349	4,60	92,00
45. Lonza électr. & chim.	B	48,00	200	—	82	—	—
46. Alimentana S.A.	Z	24,00	3000	500.—	16258	3,08	73,90
47. Conserves Lenzburg	Z	8,00	800	48.—	1373	3,50	28,00
48. Nestlé Anglo-Swiss	Z	116,00	200	28.—	910	3,08	357,30
49. Oursina	Z	4,00	250	15.95	412	3,87	15,50
50. Globus	Z	8.00	500	35.—	601	5,82	46,55
51. Lausanne-Ouchy	L	4,60	100	3.50	97	3,61	16,60
		533,26					1.929,90

$$\text{Rendement} = \frac{1.929,90}{533,26} = 3,62\ \%$$

1. libérée

Bourses: Z = Zurich, B = Bâle, G = Genève, L = Lausanne.

RÉCAPITULATION

Rendement des valeurs mobilières suisses à revenu fixe en 1936

Groupes	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1. Confédération & C.F.F.	7	900,00	3.951,00	4,39
2. Cantons & Municipalités	11	238,48	1.176,35	4,93
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	8	200,00	972,15	4,86
4. Industries	13	161,00	794,90	4,94
Total: 1—4	39	1.499,48	6.894,40	4,60

Rendement des valeurs mobilières suisses à revenu variable en 1936

1. Banques	8	523,00	2.969,65	5,68
2. Sociétés financières	13	377,88	3.083,35	8,16
3. Assurances	5	66,20	307,55	4,65
4. Industries	25	533,26	1.929,90	3,62
Total: 1—4	51	1.500,34	8.290,45	5,53

QUELQUES CONSIDÉRATIONS SUR LE CHOIX, LE ROLE ET L'EMPLOI DES FACTEURS DE RENDEMENT DANS NOTRE MÉTHODE DE CALCUL

1. *VALEURS MOBILIÈRES A REVENU FIXE*

Des quatre facteurs nécessaires à déterminer le rendement d'une valeur à revenu fixe, il en est qui, de par leur nature contractuelle, ne soulèvent aucune difficulté quant à leur choix. C'est le cas du taux nominal de l'intérêt et du prix de remboursement. Leur rôle, primordial dans la formation des cours de Bourse, n'a qu'une importance secondaire dans le calcul du rendement, du fait qu'ils sont des facteurs presque constants. L'un et l'autre ne varient que dans des limites très étroites et ces variations sont souvent à long terme. Elles se calquent en quelque sorte sur les variations conjoncturelles du cycle économique. Il n'en est pas de même des deux autres facteurs, les cours et les modalités de remboursement auxquels nous allons consacrer les paragraphes à venir.

a) *Les cours considérés pour l'établissement du rendement*

Le Service d'études et de statistique de la Banque Nationale suisse publie le rendement de douze obligations de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux en se basant sur le dernier prix fait ou le cours demande au jour de pointage. Pour notre part, nous avons, tant en ce qui concerne les obligations que les actions, pris en considération, en premier lieu, le prix fait le jour du pointage. A défaut de prix fait, nous avons retenu le cours demande et enfin, si ni l'un ni l'autre de ces cours ne sont cotés, le dernier prix fait a été pris alors en considération. Le choix du cours des valeurs est un problème assez délicat. M. F. de Weck cite à ce sujet une remarque de H. Schneebli dont voici la teneur:

« Voudrait-on, en effet, s'en tenir au cours authentique, on serait « obligé certaines fois d'employer des cotes déjà assez anciennes, ne cor- « respondant plus à la tendance de la Bourse au jour où l'index est éta- « bli » [1]).

(1) F. de Weck: « L'index des actions suisses », Thèse, Fribourg, 1936, p. 15.

Cette remarque garde toute sa valeur pour ce qui concerne le choix des cours devant servir à l'établissement du rendement. Elle est peut-être d'autant plus justifiée que nous n'avons retenu que les cours du 15 de chaque mois.

Le choix judicieux des valeurs sur lesquelles s'étend notre étude compense, dans une certaine mesure, les écarts à la tendance manifestés par les cours déjà anciens dont nous avons pu être contraints de nous servir. Ainsi, dans le tableau du rendement des obligations pour 1936, une des valeurs les plus rarement traitées est, entre autres, l'obligation 5% Chocolat de Villars 1931. [1]) Voici d'ailleurs, extraite de la cote de la Bourse de Lausanne, sa situation boursière pour 1936 :

OBLIGATION 5% CHOCOLAT DE VILLARS 1931
Bourse de Lausanne

1 Jour de pointage	2 Dernier prix fait	3 Demande	4 Offre	5 Prix fait	6 4½% Lenzburg 1932	7 4½% Fédéral 1927
15 janvier . . .	100,50 21.10.35	—	—	—	101,00	98,50
15 février . . .	100,00 5.2.36	100,00	—	—	102,00	100,50
15 mars . . .	100,00 5.2.36	100,00	—	—	102,00	100,40
15 avril	100,00 5.2.36	100,25	—	—	100,50	100,70
15 mai	100,00 5.2.36	100,00	—	—	101,75	100,40
15 juin	100,00 29.5.36	—	—	—	102,00	96,25
15 juillet . . .	100,75 2.7.36	100,50	—	—	100,00	100,25
15 août	100,75 2.7.36	100,75	—	—	101,00	101,30
15 septembre .	102,00 11.9.36	102,00	—	—	101,25	101,30
15 octobre . . .	104,25 6.10.36	104,00	—	—	100,50	105,00
15 novembre . .	105,00 14.11.36	104,50	—	—	103,00	106,00
15 décembre . .	105,00 14.12.36	104,00	—	—	104,50	106,55

Aucun prix fait, aucune offre ne figure sur la cote, le jour du pointage. Par contre, nous avons, à l'exception des mois de janvier et de juin, un cours demande. A défaut de ce cours, nous avons retenu, pour le mois de janvier, le dernier prix fait, lequel date du 21 octobre 1935 et cote 100,50% ; pour le mois de juin, le dernier prix fait remonte au 29 mai

(1) Voir p. 35 et ss.

et cote 100%. Malgré ce décalage dans le temps, nous constatons que ces deux cours restent dans la ligne des autres cours de la valeur.

Plus encore, les deux derniers prix faits à des dates antérieures au jour de pointage, non seulement sont dans la ligne des cours de la valeur, mais l'ensemble des cours de l'obligation 5% Chocolat de Villars 1931, mis en parallèle avec une autre valeur industrielle telle que l'obligation 4½% Conserves Lenzburg 1932 figurant dans la colonne 6) du tableau ci-devant, fait ressortir la même orientation de la tendance des deux valeurs. Une constatation semblable s'impose, si nous mettons en parallèle l'obligation Chocolat de Villars avec une obligation d'un autre groupe de valeurs. En effet, à l'exception de la baisse momentanée des valeurs de la Confédération, dans le courant du mois de juin 1936, l'évolution des cours de l'obligation Chocolat de Villars est à peu près la même que celle de l'obligation 4½% Fédéral 1927 mentionnée dans la colonne 7) du tableau, quoique cette dernière ait été l'objet d'un marché beaucoup plus considérable. La comparaison des cours de ces trois valeurs nous permet d'affirmer que, si des cours déjà anciens peuvent ne plus correspondre à la tendance de la Bourse le jour du pointage, les cours des valeurs de premier ordre, à moins d'événements exceptionnels, ne varient pas dans de larges limites sur une courte période et que, si une telle variation intervenait, elle n'aurait pas grande influence sur le résultat final de notre étude.

b) *Les modalités d'amortissement*

Un autre facteur sur lequel il convient d'être fixé pour l'établissement du rendement d'une valeur à revenu fixe, c'est la durée de l'emprunt à considérer. Certains contrats d'emprunts fixent une date unique de remboursement pour tout l'emprunt. C'est le cas parmi les valeurs choisies pour 1936 [1]) des trois emprunts :

4½% Fédéral 1927 à échéance unique au 15 avril 1942
4½% C.F.F. 1927 à échéance unique au 1er octobre 1945
4½% Conserves Lenzburg 1932 à échéance unique au 30 avril 1942

Cette formule présente l'inconvénient pour l'emprunteur de fixer plusieurs années à l'avance la date à laquelle il devra avoir à sa disposition les sommes nécessaires au remboursement. Il n'est pas certain qu'à cette date il dispose d'une liquidité suffisante. Aussi la plupart des collectivités et des sociétés émettrices d'emprunts se réservent-elles dans leurs contrats le droit de rembourser l'emprunt par anticipation, en tout ou en partie, après une période de tant d'années d'inconvertibilité et moyennant un préavis de temps déterminé. Généralement, le remboursement par anticipation coïncide avec une échéance de coupons.

Le rendement des douze valeurs de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux publié par la Banque Nationale suisse est fondé d'une

(1) Voir tableau du rendement des obligations pour l'année 1936, p. 35 et ss.

part, sur l'échéance ultime et, d'autre part, sur la date de dénonciation. Pour des raisons de travail, nous avons déterminé le rendement des obligations suisses de 1936 à 1950 compte tenu de l'échéance ultime uniquement. Ayant fixé un délai à courir de cinq années au minimum pour toutes les valeurs faisant l'objet de notre étude, le fait de prendre en considération la date la plus rapprochée du remboursement nous obligerait à des changements fréquents de valeurs, ce qui nuirait à la règle de l'unité statistique. D'autre part, le rendement calculé en tenant compte de la date de dénonciation pourrait ne pas donner une image exacte de son niveau, du fait que les primes réparties sur un nombre d'années restreint prennent une importance démesurée par rapport aux conditions générales de l'emprunt et à la situation économique du moment.

Notre façon d'envisager la durée d'un emprunt étant ainsi fixée, comment déterminer cette durée ? Ayant fait une moyenne annuelle des cours des valeurs choisies au 15 de chaque mois, nous avons ramené ce cours moyen au milieu de l'année, de manière à unifier la base de détermination de la durée de l'emprunt. Celle-ci est fixée en années et demi-année à partir du mois de juillet de l'année considérée et jusqu'à l'échéance ultime de l'emprunt. Les mois de janvier, février et mars sont considérés comme faisant partie de la demi-année inférieure; les mois d'avril, mai, juin, juillet, août et septembre forment l'année pleine; enfin les mois d'octobre, novembre et décembre sont amenés à l'année supérieure. Prenons comme exemple l'emprunt 4½% Fédéral 1927 dont nous calculons le rendement pour 1936 et donnons-lui une échéance tous les mois de l'année. La durée de l'emprunt selon le procédé ci-dessus sera la suivante:

Année de calcul du rendement	*Echéances 1942*	*Années à courir*
	janvier	
	février	5 ans ½
	mars	
	avril	
	mai	
	juin	6 ans
1936 — Juillet	juillet	
	août	
	septembre	
	octobre	
	novembre	6 ans ½
	décembre	

Il ne semble pas nécessaire de tenir compte des fractions inférieures à la demi-année, la durée de l'emprunt variant d'un mois ou deux n'ayant qu'une influence minime sur le rendement.

En plus du remboursement à échéance unique fixe ou par anticipation, l'emprunteur a la possibilité de réduire sa dette obligataire jusqu'à

extinction, pendant la durée de l'emprunt, à l'aide d'amortissements par tirages au sort, ou par rachats en Bourse. Il n'est en principe fait usage du droit de tirage que lorsque les cours cotés sont supérieurs au prix de remboursement fixé par le contrat d'emprunt. Dans le cas contraire, l'emprunteur a intérêt à acheter en Bourse à un prix inférieur au prix de remboursement le nombre de titres à amortir chaque année.

Si l'emprunt est remboursable par tirages, le rendement pour un porteur déterminé sera plus ou moins grand selon qu'il verra son titre sortir au tirage dans les premières années ou au contraire qu'il devra attendre les derniers tirages. Pour les emprunts dont le remboursement est prévu par tirages au sort, nous avons adopté comme principe de calculer leur rendement sur une échéance moyenne, correspondant à la moitié de la période d'amortissement. Cette manière de faire comporte certainement une part d'arbitraire, mais elle a été admise dans la pratique à défaut d'autres possibilités de déterminer la durée exacte de l'emprunt.

2. *VALEURS MOBILIÈRES A REVENU VARIABLE*

Si, parmi les facteurs déterminants du rendement d'une obligation, il en est qui ne soulèvent pas de difficulté quant à leur choix, il n'en est pas de même des valeurs à revenu variable où chaque facteur a une importance primordiale. Il convient donc de porter un soin tout particulier au choix et à l'emploi de ces facteurs qui sont, rappelons-le, au nombre de trois : le dividende, la valeur nominale et le cours de Bourse.

a) *Le dividende en tant que facteur de rendement*

Le rendement d'une valeur mobilière à revenu variable essentiellement un rapport entre cours et dividende. Selon M. O. Donner, si l'on «veut caractériser correctement les relations existant entre les dividendes et les cours, on doit comparer les dividendes avec les cours de l'exercice pendant lequel ils ont été gagnés» [1]). La part du bénéfice attribuée à la rémunération des actions n'est fixée par les actionnaires que trois ou quatre mois après le terme de l'année financière. Si l'on voulait s'en tenir à la théorie de M. O. Donner, il faudrait donc attendre chaque année ce laps de temps pour déterminer le rendement des valeurs mobilières à revenu variable, du fait que notre étude est basée sur l'année du calendrier et non pas sur l'année financière de chaque société, laquelle peut aussi bien commencer le premier janvier et se terminer le 31 décembre que respectivement le premier avril et le 31 mars.

---

(1) Donner O., op. cit., p. 119.

Dans la pratique, le rendement des actions est fondé sur le dernier dividende distribué ou sur le dividende officiellement annoncé. Dans nos calculs de rendement, nous avons tenu compte, en partie de la théorie de M. O. Donner et en partie aussi du procédé de la pratique courante. Le rendement des titres que nous avons retenus est établi, en effet, en considérant le dividende distribué l'année pendant laquelle nous avons fait notre moyenne annuelle des cours au quinze de chaque mois. La plupart des dividendes n'étant connus qu'à partir des mois d'avril et de mai, voire de juin, le rendement précédent la répartition du bénéfice est basé sur les cours des mois pendant lesquels le dividende est gagné, et le rendement suivant la répartition du bénéfice, sur le dividende distribué. Le but de notre étude étant de donner une image générale du rendement pour la période 1936—1950, nous pensons que cette manière de faire est la solution la plus heureuse de l'emploi du facteur dividende.

b) *La valeur nominale*

Considérée conventionnellement par nous comme prix de remboursement, la valeur nominale d'une action est fixée par les statuts de la société émettrice. Elle n'est qu'une fraction du capital social, fraction déterminant la part de copropriété à l'ensemble des biens pour laquelle l'action a droit à un bénéfice et aussi à supporter les pertes [1]). La valeur nominale d'une action, comme son revenu et son cours de bourse, est essentiellement variable. Dans le calcul du rendement annuel, il y a lieu de tenir compte d'une telle variation qui peut coïncider avec le début d'un exercice financier ou, comme c'est le cas la plupart du temps, intervenir en cours d'exercice.

Lorsqu'une des valeurs à revenu variable que nous avons retenues est l'objet d'une modification de valeur nominale, nous prenons en considération la valeur nominale rémunérée. Ainsi, en 1936, la valeur nominale de l'action Union de Banques suisses est de fr. 500.— jusqu'au neuf mars; après cette date, à la suite d'une réduction de capital, la valeur nominale de l'action est ramenée à fr. 250.—, montant sur lequel le dividende de 1936 a été payé [2]). C'est ce dernier montant que nous avons retenu comme facteur déterminant du rendement. A partir du 15 septembre 1937, deux actions de fr. 250.— nominal ayant été réunies en une seule, la valeur nominale est redevenue de cinq cents francs; le dividende de 1937 ayant été payé sur ce montant, c'est alors le chiffre 500 qui est devenu déterminant pour le calcul du rendement. Nous avons suivi le même procédé pour toutes les actions dont la valeur nominale a subi une variation pendant la période faisant l'objet de notre étude.

c) *Les cours des actions, facteurs de rendement*

Le choix des cours à retenir pour le calcul du rendement des actions

---

(1) Moreau-Néret O., op. cit., tome 1, p. 21.
(2) Bulletin financier de la Société de Banque suisse, No. 1, 1936, p. 11.

est encore plus délicat que pour le calcul du rendement des valeurs à revenu fixe, du fait que les cours des actions sont susceptibles de variations boursières plus fortes et par conséquent de s'éloigner de la tendance générale des cours d'une façon plus marquée. De même que pour les obligations, nous avons retenu comme facteurs du rendement des actions trois cours possibles: le prix fait au jour de pointage, le prix demande à ce jour ou le dernier prix fait.

Parmi les valeurs choisies, il se présentera des actions qui ne sont pas entièrement libérées. Ce sont des titres dont les sociétés émettrices n'appellent, au début, qu'une fraction du capital-actions souscrit, se réservant d'appeler le reste au fur et à mesure des besoins. Seule la part effectivement versée étant rémunérée, nous avons donc soustrait de leurs cours le montant non versé. Ce cas s'est présenté en 1936 pour les actions de la Banque Nationale suisse et I.G. Chemie No. 140 — 300.000 libérées de 50% seulement et pour la plupart des valeurs d'assurances [1]).

Nous nous sommes fixés comme règle d'établir le rendement sur une moyenne annuelle des cours au 15 de chaque mois. Cette règle est cependant sujette à quelques exceptions pour les valeurs dont les cours de Bourse ne se rapportent pas au même nominal durant une année entière. Lorsqu'une telle valeur se présente, nous devons réduire le nombre de pointages annuels pour ne conserver que les cours se rapportant à une même valeur nominale. Reprenons comme exemple type l'action Union de Banques suisses en 1936. La valeur nominale de ce titre, comme nous l'écrivons ci-devant, est de cinq cents francs jusqu'au 9 mars et est ramenée, après cette date, à deux cent cinquante francs. Le dividende pour l'année en question ayant été payé sur un nomianl de fr. 250.—, nous n'avons pris en considération pour établir notre moyenne annuelle que les dix cours se rapportant à ce nominal, soit du 15 mars au 15 décembre. En résumé, nous prenons en considération les seuls cours se rapportant à la valeur nominale rémunérée, ceci afin de ne pas établir une moyenne de cours ayant une base différente. Le cours moyen ainsi établi peut ne pas être très représentatif de la valeur boursière du titre au cours des douze mois. Mais, il convient de relever que le nombre d'actions dont la valeur nominale est sujette à une variation et, partant, la moyenne annuelle des cours établie sur un nombre restreint de pointages, est infime en comparaison du nombre de valeurs sur lesquelles nous établissons le rendement.

3. *LA PONDÉRATION*

Afin de tenir compte dans l'établissement du rendement des valeurs mobilières de leur importance respective, nous leur avons donné à chacune un «poids» représenté, soit par le capital-obligations, soit par le capital-actions. Au sujet de l'emploi du capital-actions comme facteur de

(1) Voir moyenne annuelle des cours des actions pour l'année 1936. p. 35 et ss.

pondération de l'index des actions suisses, M. F. de Weck relève :

« une pondération plus exacte serait celle ayant comme base la circu-
« lation des actions. Elle représenterait d'une manière plus sensible
« que la pondération avec le capital-actions l'influence momentanée
« qu'a une action sur le marché », puis il ajoute:
« Cette pondération est pour ainsi dire impossible en Suisse parce que,
« d'une part, la circulation des actions n'est pas notée à la Bourse et
« parce que, d'autre part, une partie des actions sont négociées en de-
« dehors de la Bourse, notamment celles ne faisant pas l'objet de spé-
« culations » [1]).

Ces considérations s'appliquent également lors du calcul du rendement, aussi bien en ce qui concerne les valeurs à revenu fixe que les valeurs à revenu variable. Pas plus que pour les actions, la circulation des obligations n'est notée à nos Bourses. Force nous est donc de retenir le capital comme « poids » à attribuer à chaque valeur.

Le capital-obligations de même que le capital-actions sont sujets à des variations. Le capital-obligations est appelé à être remboursé après une période de temps fixée par le contrat d'emprunt. Au lieu d'être remboursé en bloc à une date fixée d'avance, il peut être remboursé à l'aide d'amortissements répartis sur toute, ou sur une partie de la durée de l'emprunt. Dans le premier cas, la dette obligataire reste invariable jusqu'au jour de l'échéance alors que dans le second, elle va en diminuant chaque année du montant de l'amortissement effectué. Afin d'attribuer à chaque valeur à revenu fixe son juste «poids», nous avons pondéré leur rendement par le capital en circulation au premier janvier de chaque année.

Pour ce qui a trait au capital-actions considéré comme facteur de pondération, différents cas peuvent se présenter:

1) Le capital-actions est entièrement libéré et entièrement coté; c'est alors le capital social qui est déterminant comme « poids ».

2) Le capital social n'est pas entièrement libéré. Il y a lieu dans ce cas de soustraire le capital non versé. Ainsi, le capital-actions de la Banque Nationale suisse de 50 millions de fr. est libéré de 50% ce qui ramène le capital rémunéré et coté à 25 millions, montant à retenir comme facteur de pondération [2]).

3) Le capital social peut être divisé en différentes catégories d'actions dont une seule est prise en considération pour notre étude. C'est alors la part du capital social formé par le nombre des actions considérées qui est déterminante. Par exemple, la société holding Ed. Laurens a, au premier janvier 1936, un capital social de 10,5 millions de francs divisé en quinze mille actions ordinaires A de fr. 500.— et quinze mille actions ordinaires B de fr. 200.—. Pour 1936, nous avons établi le rende-

(1) F. de Weck, op. cit., p. et ss.
(2) Voir tableau du rendement des actions pour l'année 1936, p. 46—47.

ment des actions ord. A seulement; c'est donc un capital de 7,5 millions de fr. qui devient déterminant pour la pondération [1]).

4) Lorsqu'il s'est présenté une augmentation ou une diminution de capital social en cours d'exercice, nous avons considéré comme facteur de pondération le capital social formé par les actions faisant l'objet de nos pointages. On se souvient que l'action Union de Banques suisses avait subi une réduction de valeur nominale de fr. 500.— à fr. 250.— en date du 9 mars 1936. Cette réduction était la conséquence d'une réduction de 50% du capital social qui de 80 millions de fr. était ramené à 40 millions. Or, pour l'année 1936, nous avons retenu les cours des actions se rapportant à un nominal de fr. 250.—, lesquels sont une fraction du capital social de 40 millions de fr. C'est donc ce dernier montant que nous avons retenu comme facteur «poids» pour l'année en question [2]).

Le capital-obligations et le capital-actions ainsi interprétés comme facteurs de pondération nous semblent être la meilleure manière d'attribuer à chaque valeur un « poids » correspondant à sa situation actuelle. L'influence d'une valeur, tant sur le rendement de son groupe que sur le rendement général, dépend dès lors de l'importance de son capital.

(1) (2) Voir tableau du rendement des actions pour l'année 1936, p. 46—47.

Troisième partie

LA TENDANCE GÉNÉRALE DU RENDEMENT

CHAPITRE PREMIER

LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES DANS LA PÉRIODE D'AVANT-GUERRE : 1936 à 1939

La crise économique mondiale, l'instabilité monétaire, les entraves apportées aux échanges internationaux par le contrôle des devises, la tendance des Etats à se replier sur eux-mêmes et enfin l'horizon politique de plus en plus assombri, telles sont les influences qui dominent les marchés des valeurs mobilières au moment choisi comme point de départ de notre étude: l'année 1936.

En présence des pertes subies par presque tous les placements en titres depuis la crise financière, dont le début fut marqué par l'effondrement du marché de New-York en octobre 1929, le public s'est détourné de la Bourse qui ne peut se départir d'une baisse chronique. Dans les pays qui dévalueront assez rapidement leurs monnaies, le mouvement sera en partie enrayé, mais dans les pays qui tardent à le faire, dont la Suisse, les Bourses connaissent des cours très bas. Ainsi, l'indice des obligations suisses qui était à 98,40 en 1929 est monté jusqu'à 116,32 en 1932 pour revenir à 95,96 en 1935. En opposition au niveau des cours, le rendement des valeurs à revenu fixe a baissé jusqu'en 1932 pour s'accroître régulièrement par la suite jusqu'en 1935. Le rendement annuel moyen calculé sur la base des cours de douze emprunts de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux est, en effet, le suivant [1]) :

1929	*1930*	*1931*	*1932*	*1933*	*1934*	*1935*
4,66	4,12	3,86	3,80	4,02	4,16	4,64

Selon la théorie généralement admise, le rendement des valeurs mobilières à revenu fixe a tendance à évoluer dans une direction opposée à la tendance du rendement des valeurs mobilières à revenu variable [2]). Si on considère le rendement comme fonction inverse des cours, c'est bien à ces mouvements opposés que nous assistons après la crise de 1929. Les chiffres suivants sont significatifs à ce sujet :

---

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1932, N° 1 p. 16 et 1936, N° 1, p. 15.

(2) Somary F., « Bankpolitik », 2è. éd., Tübingen 1930, p. 225.

INDEX DES OBLIGATIONS ET ACTIONS SUISSES DE 1929 à 1935

	1929	*1930*	*1931*	*1932*	*1933*	*1934*	*1935*
Obligations [1]):	94,80	107,75	114,30	116,32	110,27	106,23	95,96
Actions [2]):	196,80	182,80	146,00	100,80	112,50	117,20	104,40

Les faits peuvent cependant ne pas toujours correspondre à cette conception de l'opposition des rendements, notamment pas pendant les périodes de crise économique et de dislocation monétaire. L'année 1935, entre autres, ne nous fait pas assister à la fuite des capitaux du marché des obligations vers celui des actions ou inversement, comme ce fut le cas pendant certaines années depuis le déclanchement de la crise. L'extrême prudence qui est devenue de rigueur sur le marché des valeurs à revenu fixe par suite de l'instabilité monétaire, l'est devenue également, en 1935, sur le marché des valeurs à revenu variable, tant à cause de la profonde vague de dépression qui trouble le régime de la production, que de la faiblesse générale des Bourses internationales.

Le mouvement des cours orienté vers la baisse prend fin avec l'année 1935 et par voie de conséquence, la tendance du rendement va dès lors subir une orientation nouvelle. Analyser dans le détail tous les facteurs qui concourent à ce revirement et qui, par la suite, influenceront la tendance du rendement dépasserait le cadre de notre étude. Aussi allons-nous nous efforcer d'expliquer les variations de la tendance du rendement des valeurs mobilières suisses, compte tenu des principales fluctuations boursières, de l'évolution de la conjoncture économique et du marché de l'argent et des capitaux pendant la période qui nous intéresse.

La Bourse semble, au début de 1936, attacher une importance moins grande que par le passé aux événements d'ordre politique et monétaire, dominée qu'elle est par le redressement économique qui se fait jour sur le plan mondial. Le bulletin financier du Crédit suisse relève, au sujet de la tenue des Bourses étrangères en 1936, que «l'on peut constater d'une façon quasi générale, et pour la première fois depuis bien longtemps, une tendance manifestement orientée vers la hausse ; de cette tendance, dont l'intensité a varié, il est vrai, considérablement d'un pays à l'autre, se dégage toutefois, dans l'ensemble, l'impression que les Bourses se sont enfin réveillées de leur torpeur» [3]). Cette constatation fait certainement autorité aussi pour ce qui concerne nos marchés, car, par suite de son interdépendance avec l'économie mondiale, l'économie de la Suisse, comme ses Bourses, ne peuvent se soustraire aux influences d'ordre international.

---

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1932, N° 1, p. 17 et 1936, N° 1, p. 15,

(2) Annuaire statistique de la Suisse, Berne, 1939, p. 228.

(3) Bulletin financier du Crédit suisse, 1936, p. 99.

En fait, les Bourses suisses subissent dans les premiers mois de 1936 l'influence favorable de la vague d'optimisme qui règne outre-atlantique et qui se traduit par une hausse de la Bourse de New-York. De plus, les capitaux qui étaient longtemps restés cachés, finissent par se lasser de rester sans rémunération, autre motif pour lequel nos marchés, et celui des obligations en particulier, connaissent une grande animation. Limitée au début à certains domaines nettement déterminés, la reprise englobe par la suite l'ensemble du marché. Les valeurs de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux, principalement recherchées, déclenchent un mouvement de hausse qui gagne les obligations cantonales et municipales, malgré la situation financière souvent précaire des corporations de droit public. Sur le marché des actions, la réserve qu'avaient observée jusqu'à maintenant les investisseurs en valeurs à revenu variable fait place, petit à petit, à un esprit d'entreprise qui a favorisé d'abord les grandes valeurs connues.

Malgré ces mouvements de reprise sur les deux marchés, on ne peut encore parler d'un redressement véritable. L'économie mondiale voit pourtant s'ouvrir des perspectives meilleures ; la hausse des prix sur les marchés internationaux et l'augmentation de la production en sont les caractères saillants en 1936. Cela n'empêche pas nos Bourses vers le milieu de l'année, d'être, en quelque sorte, sujettes à une crise de confiance, à l'origine de laquelle l'évolution de la politique internationale n'est pas étrangère. L'entrée des troupes allemandes en Rhénanie, la conquête de l'Abyssinie par l'Italie, la guerre civile d'Espagne sont autant d'événements qui successivement créent un sentiment d'insécurité et portent préjudice à l'activité de nos marchés des valeurs mobilières.

La véritable reprise n'est intervenue qu'en automne, avec la dévaluation du franc suisse. Cet événement est venu sceller la tendance du mouvement à la baisse du rendement des valeurs mobilières suisses qui s'était esquissé dès le début de l'année. L'une des principales causes de cette évolution réside dans le fait qu'à la suite de la dévaluation, le marché monétaire suisse connaît une liquidité sans précédent, qui ne tarde pas à gagner le marché des capitaux [1]). Les capitaux inemployés ou rapatriés de l'étranger affluent sur le marché des valeurs mobilières à un rythme tel que la question du rendement est momentanément secondaire ; les investisseurs cherchent des placements sans discernement aucun, ce qui fait monter les cours en flèche.

Le mouvement de hausse est particulièrement marqué sur le marché des obligations, dès le moment où l'incertitude relative à la monnaie disparaît. Comme la liquidité subsiste après la dévaluation, la hausse des cours se poursuit jusqu'à la fin de l'année. Mentionnons, à titre d'exemple, l'obligation 4% Fédéral 1930, qui de 93, 25% en janvier s'établit à 95% en février puis, après un fléchissement qui la ramène à 87,75% en juin, elle remonte à 94,40% le 15 septembre, soit quelques jours avant la

(1) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1936. p. 23.

dévaluation. Au dernier pointage de l'année, le 15 décembre, elle cote 104,25%. Les gains sont plus considérables encore pour certains emprunts d'entreprises privées. L'obligation 4½% Bank für elektrische Unternehmungen A.G. 1931 qui est à 92,50% le 15 janvier monte à 105% le 15 décembre, après avoir subi une forte baisse peu avant la dévaluation[1]). Sur le marché des actions, il ne se trouve guère de valeurs qui, après la dévaluation, n'aient été entraînées par le mouvement de hausse générale. L'indice des actions suisses qui notait 109 avant la dévaluation a progressé jusqu'à 145 en fin d'octobre, pour atteindre 160 à la fin de l'année[2]). Nous lisons dans le bulletin financier du Crédit suisse que, groupées par catégories, «les plus-values s'établissent à 65% pour les actions de trust, à 54% pour les actions de banques, à 42% pour les actions de compagnies d'assurances et à 32 % pour les actions industrielles»[3]).

Le rendement moyen des obligations suisses, tel qu'il ressort de nos calculs, s'élève à 4,60% pour l'année 1936. Dans le cadre des différents groupes de valeurs, les obligations industrielles viennent en tête avec un rendement de 4,94% ; les obligations de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux ferment la marche avec 4,39%. Les valeurs à revenu variable, par suite des risques plus grands qu'elles comportent, fournissent à leurs porteurs un rendement moyen annuel plus élevé qui se chiffre à 5,53%. De toute la période faisant l'objet de notre étude, ce sont là les niveaux maxima atteints par chaque catégorie de valeurs. Par la suite, et déjà au cours des années d'avant-guerre, la courbe du rendement marque des hauts et des bas, sans pour autant se départir de sa tendance à la baisse.

---

(1) Voir moyenne annuelle des cours des obligations pour l'année 1936 p. 35 et ss.

(2) Annuaire statistique de la Suisse, Berne, 1939, p. 228.

(3) Bulletin financier du Crédit suisse, 1936, p. 171.

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU FIXE

dans la période d'avant-guerre: 1936-1939

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1936				
1. Confédération & C.F.F.	7	900,00	3.951,00	4,39
2. Cantons & Municipalités	11	238,48	1.176,35	4,93
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	8	200,00	972,15	4,86
4. Industries	13	161,00	794,90	4,94
Total: 1—4	39	1.499,48	6.894,40	4,60
1937				
1. Confédération & C.F.F.	6	800,00	2.664,00	3,33
2. Cantons & Municipalités	12	263,23	1.017,75	3,87
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	235,83	1.007,00	4,27
4. Industries	16	201,40	819,60	4,07
Total: 1—4	45	1.500,46	5.508,35	3,67
1938				
1. Confédération & C.F.F.	6	800,00	2.548,50	3,19
2 Cantons & Municipalités	12	261,83	932,75	3,56
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	12	243,62	943,45	3,87
4. Industries	14	194,10	748,75	3,86
Total: 1—4	44	1.499,55	5.173,45	3,45
1939				
1. Confédération & C.F.F.	6	771,79	2.858,00	3,70
2. Cantons & Municipalités	13	289,54	1.186,00	4,10
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	10	231,80	887,40	3,83
4. Industries	16	207,28	879,40	4,24
Total: 1—4	45	1.500,41	5.810,80	3,87

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU VARIABLE

dans la période d'avant-guerre: 1936-1939

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1936				
1. Banques	8	523,00	2.969,65	5,68
2. Sociétés financières	13	377,88	3.083,35	8,16
3. Assurances	5	66,20	307,55	4,65
4. Industries	25	533,26	1.929,90	3,62
Total: 1—4	51	1.500,34	8.290,45	5,53
1937				
1. Banques	9	528,00	2.064,65	3,91
2. Sociétés financières	13	394,00	1.993,25	5,06
3. Assurances	5	69,20	243,75	3,52
4. Industries	23	509,86	1.924,15	3,77
Total: 1—4	50	1.501,06	6.225,80	4,15
1938				
1. Banques	8	523,00	2.016,45	3,86
2. Sociétés financières	14	429,00	1.753,55	4,09
3. Assurances	5	69,20	243,65	3,52
4. Industries	24	478,63	2.153,55	4,50
Total: 1—4	51	1.499,83	6.167,20	4,11
1939				
1. Banques	9	511,80	2.234,20	4,37
2. Sociétés financières	14	442,45	2.786,15	6,30
3. Assurances	5	69,20	303,35	4,38
4. Industries	25	476,93	2.165,20	4,54
Total: 1—4	53	1.500,38	7.488,90	4,99

En 1937, de même que l'année suivante, dans des proportions moins grandes toutefois, le rendement des valeurs mobilières suisses a poursuivi sa marche descendante. Tout dans le domaine économique et financier favorise ce mouvement et, en l'absence des craintes engendrées par la politique, il eut été certainement plus marqué encore.

Au point de vue de l'économie nationale, l'année 1937 commence sous d'heureux auspices. La dévaluation ayant fait justice du préjugé selon lequel la Suisse est un «pays cher» permet à l'économie suisse de reprendre contact avec l'économie mondiale [1]). Au cours du premier semestre, l'essor de notre économie s'accentue du fait que les forces intégrantes de l'économie commencent à se manifester avec une intensité croissante. Mais, au début du second semestre déjà, un revirement se produit par suite du recul des prix des matières premières sur les marchés mondiaux, et le marché intérieur manque à nouveau d'animation. Lorsque, vers la fin de l'année, les signes d'un arrêt du développement économique des Etats-Unis d'Amérique se font de plus en plus perceptibles, le regain d'activité de l'économie suisse qui avait commencé une année auparavant marque le pas.

En 1938, étant donné l'orientation internationale qui caractérise notre économie, il est inévitable que notre pays ne se ressente des influences émanant de la conjoncture mondiale en régression. La marche des affaires évolue de façon inégale suivant les branches de l'économie, mais dans l'ensemble, le recul se poursuit pendant les deux premiers trimestres. Cet état de fait ressort de l'activité de nos industries, dont les coefficients sont les suivants :

ACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE 1936—1939 [2]) [3])

	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
1936	82	80	80	108
1937	116	117	111	102
1938	90	90	95	102
1939	106	118	125	126

Dans le cadre des différents groupes d'activité, ce sont les industries textiles et de l'habillement qui enregistrent les progrès les plus sensibles au cours de ces quatre années. Les industries d'exportation, de même que l'industrie touristique, ont été favorisées par la dévaluation du franc suisse, tandis que l'industrie métallurgique a bénéficié de commandes de la part de l'Etat, particulièrement en vue de l'augmentation et de l'amélioration de l'équipement de l'armée suisse.

Dans le domaine financier, les conséquences favorables de la dévaluation subsistent. Le relâchement de la thésaurisation de l'or, la conversion

(1) Vorort de l'Union suisse du Commerce et de l'Industrie. «Rapport sur le commerce et l'industrie de la Suisse», 1937, p. 9.

(2) Annuaire statistique de la Suisse, Berne, 1936—1939.

(3) 150 = bon; 100 = satisfaisant; 50 = mauvais.

en francs suisses de titres et de billets de banque étrangers, le rapatriement de disponibilités suisses et l'afflux de capitaux étrangers renforcent, pendant toute l'année 1937 et une partie de 1938, la liquidité du marché monétaire suisse. Les engagements à vue de la Banque Nationale suisse qui reflètent la situation du marché monétaire suisse sont montés de 509 millions de francs au moment de la dévaluation à 2,03 milliards en février 1938, pour revenir à 1,6 milliard de francs en fin d'année [1]). La détente dont a bénéficié le marché des capitaux après la dévaluation s'est maintenue jusque vers le milieu de l'année 1938. Elle se reflète principalement dans l'abaissement du taux de l'intérêt, dans le nombre des emprunts émis et dans l'amélioration des conditions d'emprunt pour les débiteurs.

Dans aucun pays, le taux de l'intérêt pratiqué sur le marché des capitaux n'a reculé aussi rapidement qu'en Suisse. L'abaissement du taux qui se dessinait déjà avant la dévaluation est grandement stimulé par la décision de l'Institut d'émission de ramener son taux officiel d'escompte de 2 ½ à 2 % le 9 septembre 1936 et à 1 ½ % le 26 novembre de la même année. Aux mêmes dates, le taux des avances sur nantissement est ramené de 3½ à respectivement 3 % et 2½ % [2]). La détente survenue sur le marché des capitaux se reflète aussi dans le fléchissement du taux des obligations de caisse émises par les banques. Après la dévaluation, les grandes banques offrent des obligations de caisse à 3½ % ; à fin 1937, le taux de 3 % est le taux usuel appliqué aux obligations de caisse pour un délai de remboursement prolongé de trois à cinq ans. Cette échéance est fréquemment prolongée à dix ans pour un taux atteignant encore 3¼ %. Les taux servis aux dépôts d'épargne baissent également au-dessous de 3 %. Ne trouvant pas à employer leurs disponibilités, certaines banques cherchent à enrayer l'afflux de fonds nouveaux en limitant le nombre des versements mensuels et la somme qu'elles acceptent en dépôt d'épargne.

Le mouvement rétrograde du taux des intérêts marque l'année 1937 du sceau des conversions. Les débiteurs obligataires font largement usage de la possibilité de convertir ou de dénoncer leurs emprunts convertibles ou remboursables. Une recrudescence des émissions d'obligations se manifeste sitôt après la dévaluation. Sur 35 emprunts émis en 1936, 15 le sont pendant le dernier trimestre. L'année suivante, 97 emprunts d'un montant total de 717,5 millions de francs sont placés pour compte suisse [3]). Ce sont principalement les cantons et les communes qui ont recours au marché des capitaux, saisissant ainsi l'occasion que leur offrent les bonnes dispositions du marché de convertir à un taux réduit les emprunts émis antérieurement à un taux élevé. Le marché des capitaux est caractérisé, en 1937, par la réapparition des débiteurs privés, et, après avoir été interrompue pendant des années, par l'émission d'emprunts-obligations pour compte étranger d'un montant total de 267 millions de francs.

(1) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1938, p. 51.
(2) Manuel du marché financier suisse, Zurich, 1944, p. 4 et 6.
(3) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1938, N° 1, p. 21.

ÉMISSIONS PUBLIQUES D'EMPRUNTS 1936—1939 [1])

(millions de fr.)

	Valeur d'émission				Conversions			
	1936	1937	1938	1939	1936	1937	1938	1939
1. Confédération & CFF.	500,7	149,1	400,0	——	175,0	150,0	400,0	——
2. Cantons	45,5	180,5	111,6	33,3	13,0	97,1	86,0	23,0
3. Communes	39,9	139,2	121,8	23,4	30,0	68,4	86,9	29,0
4. Débiteurs privés	79,0	240,3	180,6	137,3	27,5	117,3	70,1	73,8
Total 1—4	665,1	709,1	814,0	194,0	245,5	432,8	643,0	125,8

Après la dévaluation, les conditions d'emprunt ne deviennent que plus favorables pour les débiteurs. Alors qu'en mars 1936, la Confédération doit accorder un cours d'émission de 93,65 % pour un emprunt 4 % à 11 ans d'échéance, vers la fin de l'année, les émissions 3½ à 3¾ % pour un cours de 98,40 à 99,40 % ne sont pas rares. Grâce à la liquidité croissante du marché des capitaux, la baisse du taux de l'intérêt continue en 1937 sur sa lancée de l'année précédente, et des cantons peuvent placer entièrement des emprunts à 3½ % pour des cours d'émission allant jusqu'à 100,40 %. Les Centrales de lettres de gage parviennent même à couvrir leurs besoins en capitaux par des emprunts au taux de 3¼ % avec des cours d'émission de 99,40 à 100%.

La liquidité du marché des capitaux et la reprise de la conjoncture provoquent également une recrudescence des émissions d'actions. Les sociétés suisses par actions ont prélevé sur le marché des capitaux deux millions de francs en 1936 et respectivement dix-huit et dix millions, chacune des deux années suivantes. Plusieurs entreprises industrielles profitent de la reprise des affaires pour rembourser des emprunts-obligations, et d'autres pour réduire leur capital social par rachat ou remboursement partiel d'actions.

Les Bourses suisses poursuivent au début de 1937 le mouvement de hausse déclenché en décembre de l'année précédente. Sur le marché des obligations, animée par la persistance de la liquidité du marché de l'argent et des capitaux, la demande ne fait jamais défaut, quoique les investisseurs fassent preuve de plus de discernement qu'auparavant dans le choix de leurs placements. Après un léger fléchissement, une nouvelle reprise des cours est annihilée dès le milieu de février, tant à cause de la tendance déprimante des Bourses internationales qu'en raison de la difficulté qu'éprouve le public à s'orienter. Cette situation incertaine qui se prolonge jusqu'en mai s'explique du fait que, par suite de la hausse ininterrompue depuis la dévaluation, le niveau général des cours est si élevé que les moindres réalisations amènent un fléchissement. Il convient de relever que ecs réactions sont principalement d'ordre technique.

(1) Tableau dressé selon les chiffres du Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse de janvier 1937 à janvier 1940.

D'ailleurs, depuis le mois de mai, à part quelques hésitations en octobre, les cours ont poursuivi leur marche ascendante jusqu'en fin d'année. Les cours moyens annuels des valeurs que nous avons retenues sont, sans exception, supérieurs à ceux de 1936.

La situation politique, à part les nouvelles parfois alarmantes provenant de la guerre d'Espagne et du conflit sino-japonais, n'a pas eu de répercussions sérieuses sur nos Bourses en 1937. Ce n'est là que partie remise, car, en 1938, il n'est pas une période de l'année où le marché des valeurs mobilières ne soit dominé par les inquiétudes qu'engendre la situation politique. Si, au début de l'année, les valeurs à revenu fixe continuent d'être recherchées, les échanges sont affectés dès le mois de mars par les discussions sur l'imposition à la source prévue dans le projet de réforme des finances fédérales [1]), ainsi que par la faiblesse continue du marché de New-York. Par la suite, ce sont les influences d'ordre politique qui prennent nettement le dessus : l'annexion de l'Autriche à l'Allemagne en mars, tout comme la conférence de Munich en septembre impriment à la cote des reculs considérables, mais de brève durée. D'ailleurs, après chacun de ces événements, le mouvement de hausse reprend, grâce à la reprise soudaine de Wall-Street dès le mois de juin et à l'amélioration des conditions économiques des Etats-Unis qui ne manque pas, en automne, de se refléter jusque dans la tenue de nos Bourses.

Le marché suisse des actions suit, dans l'ensemble, depuis la dévaluation, d'assez près les fluctuations du marché des obligations. En 1937, la marche ascendante des cours s'est poursuivie jusqu'en février, puis les cours sont retombés jusqu'en juin pour remonter en août au niveau maximum de l'année. Vers l'automne, un léger effritement se produit, effritement qui est loin d'atteindre l'effondrement enregistré à la Bourse de New-York, par exemple. La résistance du marché suisse des actions provient du fait qu'il se dirige, non seulement selon la tendance des Bourses internationales, mais aussi compte tenu des rapports encourageants provenant des diverses branches de l'industrie suisse. L'évolution du marché suisse des actions offre, en 1938, «une image hétérogène» [2]). Après avoir subi une hausse pendant les deux premiers mois de l'année, les cours réagissent aux événements survenus en Autriche en mars et à Munich en septembre. Ces reculs sont toutefois vite rattrapés ; en juillet et en octobre surtout, lorsqu'il n'y a plus de doute quant à l'orientation de la conjoncture économique en Amérique, le marché des actions est favorablement influencé et les cours atteignent des niveaux records.

Il est généralement admis, que le public ne place ses fonds en valeurs mobilières, que pour autant que le revenu de ces dernières soit, si ce n'est supérieur, du moins égal au revenu produit par les autres placements de capitaux. Mais, par suite de la concurrence qui existe entre les

(1) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1938, p. 18.

(2) Bulletin financier du Crédit suisse, 1938, p. 140.

divers marchés sur lesquels se traitent des demandes de capitaux, une certaine solidarité doit nécessairement s'interposer entre les taux d'intérêt du marché de l'argent et le rendement des valeurs mobilières. C'est bien en fait ce qui s'est passé. Si nous nous reportons au tableau de la page 65 ci-devant, nous constatons que le rendement des valeurs mobilières à revenu fixe accuse une chute verticale de 1936 à 1937. Au cours de cette dernière année, le rendement moyen des obligations qui était encore de 4,60% en 1936 tombe à 3,67%, soit un recul de 0,93%. Dans des proportions moins fortes, ce mouvement se poursuit l'année suivante; avec un recul de 0,22% le rendement annuel s'établit à 3,45%.

Le rendement moyen total des obligations reflète exactement la tenue du rendement des quatre groupes de valeurs. Toutefois, le rendement des obligations industrielles et des sociétés financières se maintient, au cours des deux années, à un niveau supérieur au rendement des valeurs de la Confédération, des cantons et des communes. Cette différence provient essentiellement du fait que le public montre une certaine indécision envers les valeurs dont les entreprises émettrices ont à peine dépassé le point culminant de la crise et de la défiance même envers les sociétés financières possédant des intérêts à l'étranger, d'où la reprise plutôt modérée dans ces compartiments de la Bourse qui se reflète clairement dans la situation de leur rendement respectif.

Le rendement des valeurs à revenu variable rétrograde au cours des années 1937 et 1938, sous la double influence de l'essor économique renaissant et de l'abondance de capitaux. La baisse du rendement moyen annuel est plus forte en 1937 pour cette catégorie de valeurs que pour les obligations ; an niveau de 4,15 %, il accuse une baisse de 1,38 % par rapport à l'année précédente [1]). Dans le cadre des différents groupes de valeurs, parce qu'elles subissent moins les effets de l'ambiance générale de la Bourse, les actions de banques et de sociétés d'assurances fournissent à leurs porteurs le rendement le plus régulier. Après une baisse respective de 1,77 % et 1,13 % en 1937, le recul n'est, l'année suivante, que de 0,05 % pour les valeurs de banques, tandis que pour les assurances, le rendement reste au même niveau, soit 3,52 % pour les deux années. Parce que particulièrement délaissées par les investisseurs, les actions des sociétés financières voient leur rendement s'élever à 8,16 % en 1936. Ces valeurs ayant été entraînées dans le sillage de la reprise boursière générale, il ne faut point s'étonner de voir leur rendement baisser successivement à 5,06 % en 1937 et 4,09 % en 1938. Avec 4,07 % en deux ans, c'est le recul le plus fort qu'ait accusé le rendement des valeurs mobilières.

Un coup d'œil sur les tableaux du rendement dans la période d'avant-guerre nous montre que, de tous les groupes de valeurs, que ce soit à revenu fixe ou à revenu variable, seul le rendement des actions industrielles, au cours des premières années de notre étude, n'a pas suivi le mouvement de baisse générale du rendement que nous venons de constater. Il suit au contraire une progression constante depuis 1936. La base de ce

(1) Voir tableau de la page 66.

mouvement, — anormal si nous le comparons avec la tendance générale du rendement — provient du fait que certaines entreprises industrielles, particulièrement affectées par la crise économique, ont d'abord remboursé leurs dettes et n'ont ensuite, au cours des premières années de la reprise des affaires, assuré que le service de leurs dettes obligataires, avant toute rémunération du capital-actions.

Or, ce capital, quoique non rémunéré, intervient comme facteur de pondération et a sur le rendement d'autant plus d'influence qu'il est plus important. Faisant intervenir comme facteur de pondération le capital total considéré, le rendement des actions industrielles s'élève de 3,62 % en 1936, à 3,77 % en 1937. Si, par contre, nous déduisons du capital total le capital non rémunéré qui s'élève à 120 millions de fr. la première année, le rendement s'établit à 4,50%. L'année suivante, le montant du capital non rémunéré étant ramené à 90 millions de fr., le rendement moyen baisse à 4,16%. Mais, en 1938, le rendement moyen des actions industrielles remonte à 4,50 %, fortement influencé qu'il est par l'augmentation du dividende distribué par quelques entreprises de la branche métallurgique et des machines. A cette exception près, le rendement des valeurs mobilières suisses a, depuis 1936, subi une baisse continue, plus ou moins forte, suivant les catégories et les groupes de valeurs. Le fait, qu'en 1938 ce mouvement se soit fortement atténué est-il le signe précurseur d'un prochain revirement de la tendance du rendement, ou la baisse va-t-elle persister encore ?

Au début de 1939, il est difficile de répondre à cette question, étant donné que, jusqu'ici, les Bourses suisses font preuve d'une bonne capacité de résistance, grâce surtout à l'évolution favorable de la conjoncture économique qui a prévalu dans notre pays. En effet, alors que l'économie mondiale ressent encore plus fortement que les années précédentes l'influence néfaste de la politique internationale, l'économie suisse, jusqu'à l'ouverture des hostilités, est nettement empreinte de bonnes dispositions. Certaines branches mises à part, notre industrie, dans sa plus grande partie, accuse une activité satisfaisante. L'industrie métallurgique en particulier bénéficie de fortes commandes extérieures. Un autre secteur de notre économie fait preuve d'une activité croissante jusqu'au début des hostilités : «c'est le commerce extérieur dont les chiffres qui en expriment la valeur sont de 223 millions de francs supérieurs à ceux des huit premiers mois de l'année précédente» [1]).

Le mouvement de progression de la conjoncture est brusquement interrompu par l'ouverture des hostilités. Le changement intervenu dès lors dans la situation économique mondiale contraint l'économie suisse à s'adapter à des conditions nouvelles. La formation de deux espaces économiques entre lesquels tout échange de marchandises prend fin, l'instauration du contrôle du commerce extérieur par les belligérants et les neutres

(1) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1939, p. 8.

réduisent considérablement le commerce extérieur de la Suisse [1]). Par suite du manque de matières premières, la production de nos industries se trouve fortement restreinte.

Dans le domaine monétaire, le marché suisse, sur lequel le déclenchement des hostilités n'a pas de répercussion profonde, conserve une extraordinaire liquidité pendant toute l'année 1939. L'Institut d'émission s'en est tenu aux anciens taux de 1½ % pour l'escompte et 2½ % pour les avances sur nantissement. Ce n'est qu'après l'ouverture des hostilités qu'une certaine tension s'est manifestée. Elle n'a toutefois eu d'effet que sur le taux d'escompte hors banque, qui de 1 % est monté à 1,25 %.

L'incertitude politique, et enfin la guerre, se sont reflétées sur le marché suisse des capitaux par deux influences contradictoires : une liquidité soutenue, voire croissante, d'une part, un manque total d'animation dans le domaine des émissions d'autre part. Les 34 emprunts suisses offerts en souscription publique n'atteignent qu'une valeur d'émission de 194 millions de francs contre 814 millions l'année précédente. Le recours au marché des capitaux de la part des corporations de droit public est particulièrement faible. La Confédération n'émet aucun emprunt en 1939 et les cantons et communes ne font appel au marché que pour un montant de 57 millions de francs destinés presque exclusivement à des conversions. Les émissions publiques d'actions suisses se sont élevées pour leur part, à 4,8 millions de francs soit, un montant de plus de la moitié inférieur à celui de 1938 [2]).

Les Bourses suisses ressentent en 1939, plus encore que le marché monétaire et le marché des capitaux, les répercussions des événements politiques. Après avoir commencé l'année dans de bonnes dispositions, malgré un volume d'échanges restreint, il est vrai, l'incertitude née de la faiblesse de la Bourse de New-York fait fléchir sans exception les cours des valeurs cotées aux Bourses suisses. A peine un léger redressement s'est-il amorcé qu'au mois de mars l'entrée des troupes allemandes en Bohême et en Moravie amène un nouveau fléchissement, lequel se poursuit jusqu'en avril, avec son point le plus bas au moment de l'annexion de l'Albanie par l'Italie. Par la suite, le caractère chronique des événements politiques devient familier à nos Bourses, qui semblent réagir moins fortement aux événements politiques nouveaux. Le mouvement de baisse des cours n'est pas interrompu pour autant ; les transactions qui s'effectuent au cours de l'été ne le sont qu'à des prix en baisse. Après le déclenchement des hostilités, en septembre, nos marchés enregistrent un mouvement de hausse dans certains compartiments, mouvement qui, au milieu du mois, lors de l'entrée des troupes russes en Pologne, fait à nouveau place à la baisse. Ce n'est qu'au déclin de l'année que les cours marquent une légère progression.

---

(1) Vorort de l'Union suisse du Commerce et de l'industrie, « Rapport sur le commerce et l'industrie de la Suisse, Zurich, 1939, p. 7 et ss.

(2) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1940, N° 1, p. 18.

Le marché suisse des obligations reflète distinctement les changements survenus dans la situation aussi bien économique que politique. C'est ainsi que l'obligation 4 % Fédéral 1933, titre type du groupe des emprunts de corporation de droit public suisse, oscille suivant la date envisagée entre 107,15 et 98 %. Le niveau le plus bas est atteint peu après l'ouverture des hostilités et, par la suite, il se produit un revirement grâce auquel le cours remonte au pair vers la fin de l'année. Sur le marché des actions, le recul des cours est plutôt en contradiction avec la marche réjouissante de l'industrie pendant la première moitié de l'année du moins. L'index des actions suisses atteint en octobre son niveau le plus bas, en recul de 20 % par rapport au début de l'année. La raison de cette faiblesse doit être recherchée moins dans la situation économique que dans l'inquiétude avec laquelle est considéré l'avenir.

La situation du marché de l'argent et des capitaux, l'influence des événements politiques et militaires sur nos marchés boursiers ayant été esquissées, il nous est maintenant plus facile de suivre l'évolution du rendement des valeurs mobilières. Comme nous l'avons vu, au cours de l'année dernière, le mouvement de régression du rendement s'était fortement atténué. En 1939, ce mouvement orienté vers la baisse, non seulement prend fin, mais il subit un revirement plus ou moins prononcé selon les catégories de valeurs.

La hausse de certains taux survenue au cours de l'année 1939 sur le marché de l'argent et le marché des capitaux, les ventes considérables de titres qui ne trouvent preneurs qu'à des cours en baisse sont autant d'éléments qui influencent favorablement le rendement des valeurs mobilières à revenu fixe. De 3,45 % en 1938, le rendement moyen des obligations, tel qu'il ressort de nos calculs, s'établit à 3,87 % en 1939, soit en augmentation de 0,42 %. L'incertitude qui a prévalu sur le marché trouve une compensation dans l'augmentation du rendement moyen de presque tous les groupes de valeurs que nous avons formés. Le rendement des valeurs de la Confédération et des Chemins de fer fédéraux, tout comme celui des valeurs cantonales et municipales, est en augmentation de 0,50 % environ par rapport à 1938. Le rendement des valeurs industrielles suit le même mouvement avec une augmentation de 0,38 %. Seul le groupe des banques hypothécaires et des sociétés financières fait face au mouvement général de hausse. Le rendement moyen de ce groupe, par suite de la tenue boursière particulièrement favorable de certains titres qui en font partie, non seulement s'est contenté de se tenir au niveau de 1938, mais il accuse même un recul, insignifiant il est vrai. Au niveau de 3,83 %, le rendement du groupe est en diminution de 0,04 % seulement par rapport à l'année précédente.

Le revirement de la tendance du rendement est beaucoup plus accentué pour ce qui concerne les valeurs à revenu variable. En effet, avec une augmentation de 0,88 %, le rendement moyen annuel de l'ensemble des actions retenues pour notre étude se fixe à 4,99 %. Ce sont les valeurs

industrielles qui ont le moins subi les effets de l'ambiance générale. La demande s'étant maintenue de façon continuelle dans ce groupe, un effritement par trop important des cours a été ainsi évité. Cet état de chose se reflète sur le rendement des valeurs industrielles qui, de 4,50 % en 1938, atteint une moyenne de 4,54 % en 1939, soit une minime augmentation de 0,04 %. Dans l'ordre, ce sont ensuite les valeurs de banques et de sociétés d'assurances qui sont le moins affectées par la situation. Cependant, leurs rendements accusent des augmentations non négligeables par rapport à 1938. Pour le groupe des banques, le rendement passe de 3,86 % en 1938 à 4,37 % en 1939 et pour le groupe des assurances de 3,52 % à 4,38 %. Les événements ont exercé une influence beaucoup plus marquée sur le rendement des sociétés financières, particulièrement sur le rendement de celles possédant des intérêts à l'étranger. L'index du groupe établi par le Service d'études et de statistique de la Banque Nationale suisse qui s'élève à 88,47 à fin décembre 1938 est à 60,65 l'année suivante, à la même date, après être tombé à 59,94 à fin septembre [1]). La baisse des cours de ce groupe s'est trouvée compensée par la plus forte augmentation du rendement de tous les groupes de valeurs à revenu variable. Passant de 4,09 % en 1938 à 6,30 % en 1939, l'augmentation de leur rendement est de l'ordre de 2,21 %.

Au terme de cette première période, pendant laquelle nous constatons que le rendement des valeurs mobilières suisses a suivi deux tendances opposées, soit une baisse pendant trois ans et une hausse la dernière année, nous devons nous demander quelle sera son évolution future. Celle-ci ne dépendra probablement pas uniquement des facteurs politiques. Du fait de la guerre, le financement de la défense nationale, les charges fiscales, l'approvisionnement de l'industrie en matières premières, le maintien du commerce extérieur, la sécurité du capital, pour ne citer que ces quelques points, auront certainement une influence primordiale sur la tenue des Bourses suisses et, par voie de conséquence, sur le rendement des valeurs mobilières. C'est au chapitre suivant qu'il incombe de le confirmer.

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, janvier 1940, p. 14.

CHAPITRE II

LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES PENDANT LA PÉRIODE DE GUERRE : 1940 à 1945

Dès l'ouverture des hostilités, la politique économique de la Suisse s'est adaptée aux circonstances nouvelles créées par les vicissitudes de la guerre. Alors qu'au premier conflit mondial, le passage de l'économie de paix à l'économie de guerre s'était effectué progressivement, en 1939, les mesures tendant au renforcement de la défense nationale sur le plan économique sont mises en vigueur immédiatement. C'est ainsi que l'organisation de l'économie de guerre entre en fonction le 4 septembre déjà, imprimant aux divers secteurs de notre économie un rythme tout à fait nouveau [1]).

Dès lors, l'économie privée perd toujours plus de terrain en faveur de l'Etat, dont la tâche n'est point facile. En temps de paix, la Suisse se procure à l'étranger les denrées alimentaires ainsi que les matières premières indispensables au développement de ses exportations ; en temps de guerre, la dislocation de l'économie mondiale, les difficultés de transport et d'approvisionnement l'obligent à accroître et à diriger la production indigène et à restreindre la consommation. Le pays ne pouvant malgré ses ressources se suffire à lui-même, les autorités suisses s'efforcent de maintenir dans la mesure du possible les échanges commerciaux en concluant, avec nombre d'Etats, des accords au sujet de questions économiques et du règlement des échanges de marchandises ainsi que des payements réciproques. En dépit de difficultés accrues, qui entravent le commerce international en général et le ravitaillement du pays en particulier, l'économie suisse est caractérisée pendant les premiers mois de l'année 1940 par une très bonne conjoncture. Abstraction faite de l'industrie du bâtiment et de ses branches dépendantes, l'activité est particulièrement satisfaisante dans les secteurs travaillant pour le marché intérieur. Par contre, les industries qui relèvent de l'exportation enregistrent une diminution de leurs affaires.

En corrélation avec les événements politiques, d'autres secteurs de notre économie sont marqués par deux périodes distinctes au cours de l'année. C'est le cas principalement de notre marché monétaire dont l'évolution reflète fidèlement le déroulement mouvementé des événements.

---

(1) Eidg. Volkswirtschafts-Departement. «Die schweizerische Kriegswirtschaft 1939-48 », Bern, 1950, Vorwort.

Au cours du premier semestre, le volume considérable des importations provoque de fortes sorties d'or et de devises. Puis le public, sous l'influence des événements, procède à d'importants retraits d'avoirs en banques et de fonds d'épargne, contraignant les banques à avoir recours à leurs comptes de virement auprès de la Banque Nationale suisse, dont les engagements à vue sont à fin mai de 565 millions de francs contre 824 millions au début de l'année. Le rapport annuel de la Banque Nationale suisse relève que les retraits effectués auprès des banques cantonales, grandes banques et banques régionales tenues de lui remettre des bilans intermédiaires s'élèvent à 270 millions de francs pour le mois de mai seulement, contre 189 millions en août 1939, à la veille de l'ouverture des hostilités [1]).

Dès le mois de juin cependant, à mesure que la nervosité suscitée par les événements se calme, les retraits de capitaux prennent fin pour faire place au mouvement inverse. Simultanément, le recours au crédit de l'Institut d'émission diminue si bien que les engagements à vue sont presque doublés en décembre par rapport aux chiffres de fin mai. Malgré les sollicitations dont est l'objet la Banque Nationale suisse pendant le premier semestre et l'afflux de capitaux pendant le second, les taux d'escompte officiels n'ont pas été modifiés. Le taux d'escompte privé, par contre, monte à 1½ % et temporairement à 1¾ % même, pour revenir en octobre à son niveau du début de l'année, soit 1,25 %.

Comme le marché monétaire, le marché suisse des capitaux porte l'empreinte des événements politiques et militaires qui se succèdent au delà de nos frontières en 1940. Le marché est particulièrement sollicité pendant les quatre premiers mois et, le reste de l'année, à l'exception de décembre peut-être, les opérations d'émission cessent complètement. La capacité d'absorption du marché est cependant remarquable ; la valeur nominale des emprunts émis qui s'élève à 600 millions de francs dépasse de plus de 400 millions le volume de l'année précédente [2]). A l'encontre de ce qui s'est passé depuis 1937, les emprunts destinés à des conversions sont l'exception. Les conditions d'emprunt qui étaient devenues plus défavorables pour les débiteurs dès l'ouverture des hostilités continuent dans cette voie en 1940. A l'exception de l'emprunt de défense nationale émis en mars au taux progressif de 3½ - 4 % pour un cours d'émission de 99,40 %, tous les emprunts émis pendant le premier semestre comportent des taux de 4 % et des cours d'émission allant de 96,70 % au pair. Vers le déclin de l'année, les conditions s'améliorent et des corporations de droit public placent des emprunts au taux de 3½ et 3¾ % pour des cours d'émission voisinant le pair. Parallèlement aux conditions d'emprunt, les taux d'intérêts pratiqués par les banques haussent pendant le premier semestre, de même que le taux hypothécaire et le taux servi aux dépôts d'épargne.

Plus encore que le marché des capitaux et le marché monétaire, ce

(1) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1940, p. 16.
(2) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1941, N° 1, p. 18.

sont les marchés des valeurs mobilières qui sont dominés par les bouleversements survenus dans le domaine politique et économique. Alors qu'elles commençaient l'année 1940 sur une note optimiste, nos Bourses retombent bien vite dans l'inaction sous l'influence du marché de New-York où, dès le milieu de janvier, on constate une tendance alourdie. Les hostilités entre la Finlande et la Russie, l'occupation du Danemark et des principaux ports norvégiens par les troupes allemandes sont autant d'événements qui incitent le public boursier à la réserve. Le volume des échanges reste en conséquence très minime et, selon une expression que nous empruntons au Bulletin financier du Crédit suisse, «l'évolution des cours est plus souvent le produit du hasard que l'expression d'une orientation déterminée du public» [1]).

Le recul des transactions boursières s'est accéléré sans discontinuer jusqu'à fin avril et, le 10 mai, au début de l'offensive allemande à l'ouest, nos Bourses suspendent leurs séances jusqu'au 8 juillet. A la réouverture, les transactions ne s'effectuent que sous certaines conditions :

1. Fixation de cours minima pour les fonds d'Etat,
2. Délai de livraison des titres plus court,
3. Suspension des transactions à terme sur obligations,
4. Contrôle des opérations en actions étrangères,
5. Communication à la Banque Nationale suisse du montant total des mouvements journaliers portant sur des fonds d'Etat,
6. Surveillance de l'activité boursière pour empêcher les opérations spéculatives.[2])

Les premières transactions après la réouverture montrent une tendance assez favorable. Ce mouvement est cependant de courte durée et après peu de jours, l'incertitude générale provoque une apathie égale à celle qui s'est manifestée pendant les premiers mois de l'année. Au début de l'automne, sous l'influence des dispositions plus favorables qui règnent à New-York et du fait de l'accroissement des capitaux disponibles qui, à défaut d'autres possibilités de placement, prennent le chemin de la Bourse, un certain esprit d'initiative se manifeste sur nos marchés, donnant naissance à une hausse de la plupart des cours. Mais, encore une fois, la politique entre en scène. Avec l'extension des hostilités dans le sud balkanique entre l'Italie et la Grèce, il se produit une forte réduction du volume des opérations boursières et une évolution très irrégulière des cours qui prévaudra jusqu'à la fin de l'année.

Sur le marché des obligations, les offres de valeurs de corporations de droit public prédominent pendant les premiers mois de l'année, provoquant un effritement continuel des cours. Mais pendant la période de fermeture des Bourses déjà, un revirement se produit et, dès le mois de juillet, la reprise des obligations suisses se confirme et se poursuit pres-

(1) Bulletin financier du Crédit suisse, 1940, p. 115.

(2) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1940, p. 21.

que sans interruption, entrecoupée seulement par quelques réactions passagères. C'est ainsi que l'emprunt 4 % Fédéral 1933 qui cotait 100,75 % au 15 janvier tombe à 94 %, cours le plus bas, à la fermeture des Bourses en mai pour remonter à 103,95 % à la mi-novembre. La moyenne des cours des valeurs à revenu fixe reste cependant de beaucoup inférieure à celle de l'année précédente. Pour l'emprunt précité, elle est de 100,05 % en 1940 contre 102,80 % en 1939. Cette baisse eût été certainement plus marquée encore, si la liquidité régnant sur le marché de l'argent ne s'était pas reportée sur le marché des valeurs mobilières.

Les actions suisses, pour leur part, enregistrent pendant les deux premiers mois de l'année, une amélioration de leurs cours. Par la suite, elles réagissent beaucoup plus fortement que les obligations aux événements politiques et militaires. Après une baisse constante jusqu'au mois de juillet et début d'août, les cours des actions se reprennent les mois suivants, mais leur niveau reste largement inférieur à celui du début de l'année ; seules les valeurs d'électricité et de l'alimentation notent de véritables avances. Malgré les difficultés d'approvisionnement en matières premières et l'incertitude au sujet des possibilités futures d'exportation qui provoquent un sentiment d'inquiétudes croissant, les cours des autres valeurs industrielles se maintiennent dans l'ensemble. Les valeurs des sociétés financières et des sociétés d'assurances voient la plupart de leurs cours fléchir. Ce sont les actions de banques qui subissent le plus l'influence néfaste exercée par les événements sur l'activité des banques suisses ; les valeurs bancaires accusent la baisse la plus importante des valeurs à revenu variable par rapport aux cours de 1939.

L'incertitude née de la situation politique, la nervosité manifeste du marché monétaire et du marché des capitaux, l'augmentation de certains taux et, partant, le fléchissement général des cours de Bourses ont sur le niveau du rendement des valeurs mobilières suisses une influence identique à celle que nous avons relevée en 1939. Nous nous souvenons qu'au cours de cette année-là, la tendance du rendement avait subi un revirement et s'était orientée vers la hausse. Cette amélioration s'est poursuivie en 1940 aussi bien pour ce qui concerne le rendement des valeurs à revenu fixe que le rendement des valeurs à revenu variable. Le rendement des obligations retenues pour nos calculs augmente de 0,35 % par rapport à l'année précédente, pour se fixer au niveau de 4,22 %. Dans chacun des quatre groupes de valeurs que nous avons formés, le rendement moyen augmente avec une intensité différente. C'est le rendement des obligations industrielles qui subit le moins l'influence des événements. Avec une augmentation de 0,17 %, il atteint en 1940 la moyenne de 4,41 %, rendement qui est supérieur aux rendements moyens des valeurs fédérales et des sociétés financières qui fournissent respectivement 4,03 % et 4,20 %. Les valeurs cantonales et communales fournissent en 1940 le meilleur rendement à leurs porteurs, soit 4,59 %. Ce groupe représente également, avec 0,49 %, la plus forte augmentation du rendement moyen par rapport à l'année précédente.

La hausse du rendement est plus marquée encore en ce qui concerne les valeurs suisses à revenu variable. En effet, si nous nous reportons au tableau de la page 83, nous constatons qu'au niveau de 5,42% le rendement moyen des actions suisses augmente de 0,43 % en 1940. Dans le cadre des différents groupes de valeurs, les actions bancaires et les actions des sociétés d'assurances, du fait qu'elles ont perdu du terrain tout au cours de l'année, voient leur rendement faire un bond en avant supérieur à 1 %. Il en est de même des valeurs industrielles, mais dans des proportions moins fortes cependant. Le fait que les actions industrielles aient fait preuve d'une bonne résistance, voire même progressé au cours de l'année, se reflète dans le rendement du groupe qui n'augmente que de 0,80 %. Seul le rendement du groupe des valeurs de sociétés financières diminue au cours de l'année ; de 6,30 % en 1939, il descend à 4,98 % en 1940. Cette régression s'explique en partie du fait qu'à la suite de l'aggravation de la situation en matière de transferts, les dividendes de certaines sociétés financières subissent une forte baisse que n'arrive pas à compenser la baisse des cours des dites valeurs. D'autre part, pour les mêmes raisons, le capital de certaines sociétés, non des moins importantes, n'est pas rémunéré du tout. Or, ce capital non rémunéré entre en ligne de compte comme facteur de pondération et agit en conséquence sur le niveau du rendement. Cette influence est d'autant plus significative que, si l'on ne tient pas compte du capital non rémunéré, le rendement moyen des valeurs de sociétés financières reste dans la ligne du rendement de tous les autres groupes de valeurs et passe de 6,30 % en 1939 à 6,81 % en 1940, soit en augmentation de 0,51 %. Cette situation va d'ailleurs durer jusqu'au terme de notre étude. Nous verrons, en effet, que le rendement des actions de sociétés financières, par suite de l'accroissement du capital non rémunéré parfois jusqu'à plus de la moitié du capital considéré, sera constamment à un niveau de beaucoup inférieur à celui des autres groupes de valeurs.

Selon le tableau qui suit, les valeurs mobilières suisses à revenu fixe et à revenu variable fournissent en 1940 les rendements maxima de la période de guerre. Par la suite, particulièrement en 1941, le rendement s'amenuise fortement et se maintiendra à un niveau très bas jusqu'à la fin des hostilités.

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU FIXE

pendant la période de guerre: 1940-1945

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1940				
1. Confédération & C.F.F.	6	768,58	3.095,20	4,03
2 Cantons & Municipalités	13	303,09	1.391,40	4,59
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	240,30	1.010,40	4,20
4. Industries	14	188,66	831,25	4,41
Total: 1—4	44	1.500,63	6.328,25	4,22
1941				
1. Confédération & C.F.F.	6	765,03	2.563,85	3,35
2. Cantons & Municipalités	13	302,28	1.146,25	3,79
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	13	245,45	883,40	3,60
4. Industries	14	188,23	710,90	3,78
Total: 1—4	46	1.500,99	5.304,40	3,53
1942				
1 Confédération & C.F.F.	5	793,06	2.484,30	3,13
2. Cantons & Municipalités	12	282,37	956,70	3,39
3 Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	233,35	781,30	3,35
4. Industries	15	191,69	677,55	3,53
Total: 1—4	43	1.500,47	4.899,85	3,27
1943				
1. Confédération & C.F.F.	5	790,31	2.571,25	3,25
2. Cantons & Municipalités	11	270,00	956,80	3,54
3 Banques hypothécaires & Sociétés financières	12	237,12	803,00	3,39
4. Industries	14	203,15	716,15	3,53
Total: 1—4	42	1.500,58	5.047,20	3,36
1944				
1. Confédération & C.F.F.	5	781,97	2.516,95	3,22
2. Cantons & Municipalités	13	296,56	1.030,40	3,47
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	215,52	718,20	3,33
4. Industries	15	206,79	718,80	3,48
Total: 1—4	44	1.500,84	4.984,35	3,32
1945				
1. Confédération & C.F.F.	5	771,77	2.450,70	3,18
2. Cantons & Municipalités	14	305,63	1.060,20	3,47
3 Banques hypothécaires & Sociétés financières	12	232,56	762,25	3,28
4. Industries	16	189,30	673,20	3,56
Total: 1—4	47	1.499,26	4.946,35	3,30

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU VARIABLE

pendant la période de guerre: 1940-1945

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1940				
1. Banques	10	521,80	3.033,60	5,81
2. Sociétés financières	17	416,11	2.072,55	4,98
3. Assurances	5	69,20	385,05	5,56
4. Industries	29	493,33	2.635,65	5,34
Total: 1—4	61	1.500,44	8.126,85	5,42
1941				
1. Banques	10	521,80	2.441,50	4,68
2. Sociétés financières	15	384,01	1.024,00	2,67
3. Assurances	5	69,20	346,95	5,01
4 Industries	29	524,81	2.335,90	4.45
Total: 1—4	59	1.499,82	6.148,35	4,10
1942				
1. Banques	10	521,80	2.055,55	3,94
2. Sociétés financières	15	370,33	1.077,55	2,91
3. Assurances	5	69,20	296,70	4,29
4. Industries	31	539,81	2.015,95	3,73
Total: 1—4	61	1.501,14	5.445,75	3,63
1943				
1. Banques	10	521,80	2.068,20	3,96
2. Sociétés financières	14	356,33	1.111,55	3,12
3. Assurances	5	69,20	269,00	3,89
4. Industries	29	552,31	2.099,60	3,80
Total: 1—4	58	1.499,64	5.548,35	3,70
1944				
1. Banques	9	518,80	1.971,45	3,80
2. Sociétés financières	13	355,78	1.064,75	2,99
3. Assurances	5	69,20	279,55	4,04
4. Industries	29	556,31	2.091,55	3,76
Total: 1—4	56	1.500,09	5.407,30	3,60
1945				
1. Banques	9	518,80	2.087,15	4,02
2. Sociétés financières	13	363,27	936,90	2,58
3. Assurances	5	69,20	281,40	4,07
4. Industries	26	549,21	2.026,55	3,69
Total: 1—4	53	1.500,48	5.332,00	3,55

L'extension de la guerre au monde entier, l'aggravation des mesures de blocus et de contre-blocus appliquées par les belligérants avec le déroulement de la guerre, entravent dans une mesure croissante le développement aussi bien de l'économie mondiale que des différentes économies nationales. Vouloir relater ici dans le détail les répercussions des événements politiques et militaires sur notre économie nationale dès 1941 nous mènerait certes trop loin. Relevons simplement que, par suite de son interdépendance avec l'économie mondiale, chaque nouvelle phase du conflit armé place l'économie suisse devant une situation de plus en plus difficile. Les conditions dans lesquelles cette dernière évolue pendant la période des hostilités se reflète particulièrement dans le développement de notre commerce extérieur dont les caractéristiques sont : un étranglement progressif des possibilités de ravitaillement en matières premières et produits de consommation d'une part, et une hausse des prix continue d'autre part [1]).

La défaite de la France et l'entrée en guerre de l'Italie dès le mois de juin 1940, nous valent d'être encerclés complètement par des territoires soumis au même groupe de belligérants. Seule une réglementation contractuelle très stricte permet d'ouvrir une brèche dans le cercle de fer du blocus et du contre-blocus et de garder actifs les échanges de marchandises avec quelques partenaires dont le nombre va diminuant. Malgré ces mesures, l'acharnement de la guerre, les difficultés dans le trafic des payements, les restrictions dans le domaine des transports et le fait qu'en 1943 les opérations militaires se rapprochent à nouveau de nos frontières rendent les possibilités de ravitaillement et d'écoulement des produits fabriqués toujours plus précaires pour la Suisse. Ainsi, un recul sensible de nos échanges avec l'Italie et de notre commerce extérieur se fait jour, en automne 1943, lorsque ce pays devient le théâtre des opérations militaires et que Gênes est éliminé comme port de transbordement pour nos échanges avec les pays d'outre-mer.

Nos échanges commerciaux ont encore davantage à pâtir des événements une année plus tard. Les opérations militaires, dans le Midi de la France, suppriment nos relations terrestres avec le port de Marseille et la Péninsule Ibérique, dernières portes ouvertes pour le trafic d'outre-mer. Jusqu'à la fin des hostilités, le rétrécissement de notre commerce extérieur ne fait que s'accentuer et les difficultés de notre ravitaillement deviennent particulièrement inquiétantes, surtout lorsque l'Allemagne, dans la dernière phase du conflit, est rayée de la liste de nos fournisseurs déjà très rares.

En dépit de l'incertitude politique, de la disponibilité restreinte de matières premières, et malgré que notre économie ne puisse se développer qu'en se jouant de nombreuses entraves, la conjoncture fait mieux que de résister aux événements. Si nous nous en référons aux chiffres

(1) Vorort de l'Union suisse du Commerce et de l'Industrie « Rapport sur le commerce et l'industrie de la Suisse », Zurich, 1942, p. 22-23.

du tableau ci-dessous, l'activité de nos industries est très satisfaisante pendant les trois premières années de guerre.

ACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE 1940-1945 [1] [2]

	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
1940	126	116	119	123
1941	120	122	121	120
1942	115	116	114	115
1943	110	110	106	105
1944	103	108	106	108
1945	110	115	122	126

A partir de 1943, une certaine fatigue se fait sentir et le point culminant de la conjoncture est atteint. La diminution des stocks de matières brutes, les difficultés dans le trafic de clearing et le fait que nos industries d'exportation deviennent, à cause de l'évolution des prix, incapables de lutter avec la concurrence étrangère, sont autant de facteurs qui concourent au rebroussement de la conjoncture, qui ne reprendra sa marche ascendante qu'au début de 1945, lorsque la victoire des Alliés en Europe ne sera plus mise en doute.

Les événements qui se déroulent à l'étranger et leur répercussion sur notre économie nationale ne laissent pas de traces néfastes sur le marché monétaire suisse qui se distingue au contraire par une liquidité extraordinaire et continue. Un fait caractérise surtout la persistante liquidité dont jouit le marché monétaire de notre pays : les engagements à vue auprès de la Banque nationale suisse ne sont jamais inférieurs à un milliard de francs au cours des années 1941 à 1945. Cette abondance monétaire a ses principales sources dans les dépenses toujours plus considérables de l'Etat, dans la diminution des stocks de marchandises ainsi que dans le reflux continu des capitaux suisses en provenance de l'étranger. Commencé en 1940, ce reflux prend cependant fin en juin 1941, lorsque les Etats-Unis étendent le blocus des avoirs étrangers aux fonds suisses en dollars [3]. L'influence de cette mesure ressort également des engagements à vue auprès de la Banque Nationale suisse, lesquels, en augmentation constante depuis 1940, baissent de juin à octobre 1941 pour reprendre ensuite leur marche ascendante et se maintenir constamment à un niveau élevé. Les taux pratiqués sur le marché monétaire sont restés de 1941 à 1945 continuellement au niveau des taux en vigueur en 1940, le taux d'escompte officiel et le taux des avances sur nantissement à respectivement 1½ % et 2½ % et le taux d'escompte privé à 1¼ %.

---

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1941, N° 1, p. 31 et 1947, N° 1, p. 39.

(2) Voir remarque sous note 3 page 67.

(3) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1941, p. 14.

Les circonstances favorables qui prévalent sur le marché monétaire profitent au marché suisse des capitaux qui, pendant la période considérée, est sollicité dans une mesure extraordinaire. Les emprunts suisses émis en souscriptions publiques atteignent des chiffres records. Le marché suisse des capitaux est principalement mis à contribution par l'Etat dont les besoins sont couverts sans difficultés. A elles seules, les corporations de droit public demandent au marché des capitaux, au cours des années 1941 à 1945, près de 7 milliards de francs dont 6,004 milliards absorbés par la Confédération et 945 millions par les cantons et les communes. L'économie privée n'a recours au marché que dans une très faible proportion comparativement aux corporations de droit public, lesquelles absorbent chaque année 80 à 90 % (93 % en 1944) du total des émissions. Il convient de relever qu'à partir de 1943 le nombre des conversions est en forte diminution et qu'en conséquence, la quantité d'argent frais demandé au marché s'accroît pour atteindre cette année-là 1,092 milliard de francs et 1,267 milliard en 1944 [1]). Les conditions d'emprunt qui à fin 1940 s'étaient améliorées pour les débiteurs continuent d'être favorables et ne varient que peu de 1941 à 1945. C'est ainsi que la Confédération qui émettait en 1941 un emprunt 3½ % à 10 ans d'échéance au cours de 99,40 % peut placer en 1945 un emprunt au pair à 10 ans de terme au taux de 3¼ %. La plupart des emprunts cantonaux et communaux à moyen terme sont émis à des taux variants entre 3¾ et 3½ % (1941) et 3½ - 3¼ % (1945) pour des cours d'émission de 98,90 à 100,40 %. Pour la première fois depuis nombre d'années, les émissions d'actions suisses prennent de l'importance en 1941, où elles atteignent une valeur nominale de 37 millions de francs. Au cours des années suivantes elles se maintiennent également à un niveau relativement élevé.

Malgré l'incertitude générale née des événements politiques et militaires, les Bourses suisses manifestent à des degrés d'intensité différents en 1941 et par la suite, jusqu'à la fin des hostilités, une remarquable force de résistance. Dès le début de 1941, on constate que le mouvement de baisse commencé en 1939 touche à sa fin. Les Bourses semblent s'accoutumer de plus en plus aux surprises politiques. Ainsi, l'adhésion de la Bulgarie au pacte tripartite et l'entrée des troupes allemandes dans ce pays en mars n'ont aucune influence sur nos marchés boursiers. Au contraire, du fait de l'augmentation des capitaux à la recherche d'occasions de placements favorables, une hausse prononcée des cours fait place à la tendance irrégulière de fin 1940. Cette fermeté se maintient tout au cours de l'année et n'est qu'à peine ébranlée par l'événement d'importance mondiale qu'est l'entrée en guerre des Etats-Unis contre les forces de l'Axe.

L'année suivante, en 1942, les Bourses suisses poursuivent leur mouvement de hausse. Particulièrement marqué au début de l'année, où les

---

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse. Zurich, 1945, N° 1, p. 22.

cours atteignent un niveau supérieur à celui de 1941, ce mouvement s'atténue durant les mois d'été pour s'orienter à nouveau favorablement vers la fin de l'année. Toutefois, les transactions n'atteignent pas le volume qu'elles ont connu précédemment, freinées qu'elles sont par la réserve du public boursier dans l'attente d'événements militaires imminents. Cette réserve s'accroît encore en 1943, année pendant laquelle les marchés suisses des valeurs mobilières montrent une tendance au fléchissement. Bien que peu de titres soient offerts, le défaut d'esprit d'entreprise et l'absence d'acheteurs ne manquent pas de faire baisser les cours. Certes, nos Bourses connaissent quelques périodes très actives, mais en général toutes sont sans lendemain, si bien que la moyenne des cours des valeurs que nous avons retenues est inférieure à celle de 1942.

Les événements politiques et militaires prennent, en 1944, à nouveau le dessus et marquent plus fortement les Bourses suisses de leur influence. Au cours des premiers mois, l'esprit d'initiative est entièrement paralysé dans l'attente de l'invasion du continent européen par les forces alliées. Lorsque celle-ci devient une réalité, un facteur nouveau, qui jusqu'à maintenant s'était tenu à l'écart, fait sa rentrée sur le marché des valeurs mobilières : la spéculation qui dans l'espoir d'une fin prochaine des hostilités déploie une grande activité [1]). Le niveau des cours progresse jusqu'en août, où il atteint son point culminant. Par la suite, jusqu'à la fin de l'année, les Bourses suisses font preuve de bonnes dispositions, ce qui suffit à mettre fin au mouvement général de baisse qui s'était amorcé en 1943.

Les Bourses suisses sont particulièrement animées en 1945 et, suivant les périodes, le volume des affaires dépasse largement les chiffres des années précédentes. Au début de l'année, l'évolution alarmante de notre commerce extérieur fait pression sur les cours, qui se relèvent cependant au fur et à mesure que les signes précurseurs de la fin des hostilités se font plus nombreux. Jusqu'au «Cessez le feu» en Europe, les Bourses suisses se caractérisent comme en 1944 par des mouvements de hausse entrecoupés de brèves baisses auxquelles la spéculation n'est pas étrangère. Ce n'est que vers le milieu d'août, alors qu'il est mis un terme aux hostilités en Extrême-Orient, que l'on assiste sur nos marchés à une tendance nettement orientée vers la hausse, tendance qui persiste jusqu'à la fin de l'année.

Sur le marché des obligations, les cours poursuivent en 1941 et 1942 le mouvement de hausse amorcé en 1940. Une certaine instabilité se manifeste en 1943, mais, par la suite, les cours se maintiennent à un niveau élevé, étant donné les besoins croissants de placement de capitaux de la part du public. C'est ainsi qu'entre autres, le cours moyen de l'obligation 3½ % Fédéral 1937, sur lequel nous avons établi le rendement, passe successivement de 94,60 % en 1940, à 101,95 % en 1941, à 104,15 % en

(1) Bulletin financier du Crédit Suisse, 1945, p. 158.

1942 pour revenir à 102,90 % en 1943 et remonter enfin à 103,40 % pour les années 1944 et 1945. Les cours des obligations des autres groupes de valeurs suivent la même courbe. Pour certaines valeurs d'électricité, l'augmentation 1941 — 1942 est même plus marquée que pour les valeurs de corporations de droit public.

Dans le compartiment des valeurs à revenu variable, toutes les catégories d'actions participent à la hausse boursière caractéristique des années 1941 - 1942. Dans l'ordre, ce sont les cours des actions industrielles (l'industrie des machines en particulier) qui subissent la plus forte hausse, suivis par les actions bancaires, les actions de sociétés financières et enfin les valeurs des compagnies d'assurances. Dès 1943, les cours des valeurs à revenu variable se sont amenuisés pour terminer en décembre à des cours inférieurs à ceux du début de l'année. Dans l'ensemble, cependant, la moyenne des cours s'est maintenue, suivant les catégories de valeurs envisagées, si ce n'est au même niveau, du moins à un niveau à peine inférieur à la moyenne de l'année précédente.

Alors que, sur le marché des obligations, la stagnation n'avait duré que l'espace d'une année, soit 1943, sur le marché des actions, le manque d'animation se poursuit en 1944 également, où les Bourses suisses ne prennent aucune orientation bien définie. Tandis que les valeurs de banques et de sociétés financières, plus recherchées, atteignent une moyenne supérieure à celle de l'année précédente, les valeurs industrielles ne s'en écartent guère et les valeurs de compagnies d'assurances accusent un faible recul. Le marché des actions subit en 1945 avec une intensité accrue l'influence des événements politiques et militaires. Après un léger recul au début de l'année, dû surtout à l'évolution défavorable de notre commerce extérieur, le mouvement ascendant reprend et se poursuit jusqu'en novembre, stimulé par le «Cessez le feu» général et par le réveil de la spéculation. Ce sont surtout les valeurs industrielles qui attirent l'attention du public, alors que les actions de banques, perdant du fait de la fin des hostilités leur caractère de valeur de paix, ne marquent qu'une progression très modérée, voire même des cours en régression.

L'orientation nouvelle qui s'est fait jour sur les marchés suisses des valeurs mobilières en 1941 a pour corrolaire une orientation nouvelle du rendement. Le mouvement de hausse constaté depuis deux ans prend fin et les investisseurs doivent se contenter d'un rendement fortement orienté vers la baisse. Le rendement des valeurs à revenu fixe est dominé dès 1941 par l'influence de la forte et constante liquidité du marché des capitaux, si bien que le pourcentage de hausse du rendement moyen gagné de 1939 à 1940 est entièrement annihilé dès 1941 déjà, en tombant au niveau de 3,53 % et de 3,27 % en 1942. Jusqu'à la fin de l'année qui a vu se terminer les hostilités, le rendement moyen des obligations ne subit que peu de variations. Après une légère reprise en 1943, il se confine à 3,32 % et 3,30 % chacune des années suivantes, ce dernier taux

étant le plus bas rencontré jusqu'à maintenant au cours de notre étude. Dans le cadre des quatre groupes de valeurs que nous avons formés, la courbe du rendement présente une figure très homogène. Un regard sur le tableau de la page 82 suffit à en faire ressortir l'évidence et remplace tous les commentaires que nous pourrions émettre à ce sujet. Relevons cependant que le rendement des obligations industrielles n'est pas descendu en 1942 à un niveau aussi bas que le rendement des autres groupes de valeurs. De même en 1945, alors que le rendement des valeurs fédérales, des cantons et communes, des banques hypothécaires et sociétés financières était en régression par rapport à 1944, ou restait au même niveau, le rendement des obligations industrielles, à l'encontre du mouvement général, subit une légère hausse.

Dans le compartiment des valeurs à revenu variable, la courbe du rendement moyen total fait ressortir un mouvement semblable à celui que nous venons de relever pour le rendement moyen des obligations. Après un maximum de 5,42 % atteint en 1940, le rendement moyen des actions subit un revirement et tombe à 4,10 % en 1941 et à 3,63 % l'année suivante. Après une légère reprise de 0,07 % en 1943 (pour les obligations 0,09 %), le mouvement rétrograde se poursuit et, dans leur ensemble, les actions suisses fournissent à leurs porteurs un rendement brut de 3,55 % seulement en 1945.

Indépendamment des sociétés financières qui, pour les raisons techniques que nous avons décrites précédemment[1]), fournissent un rendement très inférieur à la moyenne, la courbe du rendement des autres groupes d'actions forme une image assez disparate. Si nous nous reportons à l'annexe ci-après[2]), nous constatons qu'en 1943 le niveau du rendement du groupe des assurances est orienté vers la baisse par rapport à l'année précédente, alors que, pour les autres groupes, comme pour l'ensemble des valeurs, c'est le mouvement contraire qui se produit. En 1945, les mêmes mouvements opposés se répètent entre les rendements des groupes de valeurs ci-dessus, avec cette différence cependant que les actions de banques se joignent aux actions des compagnies d'assurances pour orienter leur rendement vers la hausse.

Considéré dans son ensemble, le rendement des valeurs mobilières suisses, tant à revenu fixe qu'à revenu variable, a reperdu au cours des quatre dernières années de la période de guerre tout le terrain qu'il avait gagné en 1939-1940. En ce qui concerne l'avenir, il est probable que le rendement dépendra, pour les valeurs à revenu fixe, en grande partie de l'évolution du taux de l'intérêt. Si l'abondance de capitaux que nous avons constatée pendant la période de guerre se maintient, il est certain que le niveau des cours des obligations suisses ne subira pas ou peu de modifications et, partant, le rendement ne se départira pas

(1) Voir page 81.

(2) Annexe I: Hausse et baisse du rendement moyen des valeurs mobilières suisses d'une année à l'autre.

de son niveau actuel. Pour ce qui concerne les valeurs à revenu variable, quoique leur rendement soit déjà très modeste en regard des dividendes payés, il n'est pas exclu que le mouvement de baisse se poursuive. La persistance éventuelle de la liquidité sur le marché des capitaux n'ira pas sans influencer favorablement le compartiment des actions. De plus, la majorité de nos industries pouvant être jugée favorablement grâce au fait que l'appareil de production est resté intact, les actions pourraient être l'objet d'un attrait particulier de la part du public, ce qui aurait pour effet une augmentation des cours au détriment du rendement.

CHAPITRE III

LE RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES DANS LA PÉRIODE D'APRÈS-GUERRE: 1946 à 1950

Les efforts déployés dans le domaine économique entre 1939 et 1945 ont atteint dans le monde entier une ampleur inconnue jusqu'ici. L'économie des puissances belligérantes a subi de profonds changements du fait de l'investissement d'énormes capitaux dans l'industrie des armements et du déplacement des moyens de production. Les pays restés à l'écart du conflit furent dans l'obligation, par suite de l'interruption des relations économiques et commerciales, de nouer des contacts avec des fournisseurs et des clients nouveaux et de donner une direction nouvelle à leur politique économique. Belligérantes ou non, toutes les nations ont été contraintes d'orienter leurs économies nationales vers une même voie, l'autarcie, et les hostilités terminées, c'est encore à l'unisson que se mettent les différentes économies nationales pour s'affranchir de ce que l'on a appelé communément l'économie de guerre. En raison des grandes différences dans la structure et les conditions économiques, la transition de l'économie de guerre à l'économie de paix s'est effectuée avec plus ou moins de facilités ou de difficultés, suivant les pays.

Pour ce qui concerne particulièrement la Suisse, le recul du temps nous permet de constater que l'instauration du régime économique de paix s'est effectuée assez aisément. La démobilisation de l'armée n'a pas apporté l'accroissement de chômage que l'on craignait ; au contraire, dès les premiers mois de 1946 déjà, certaines branches de notre industrie souffrent d'un manque notable de main-d'œuvre. Cette suroccupation a principalement sa source dans le fait que le frein constitué pendant les dernières années de guerre par l'insuffisance de notre approvisionnement en matières brutes s'est fortement relâché [1]). Il convient de relever aussi que notre appareil de production, sorti intact de la guerre, permet à nos industries de fournir en produits finis aussi bien le marché intérieur, qui en temps normal est desservi par l'étranger, que les marchés extérieurs qui ne peuvent avoir recours à leur propre production. D'ailleurs, l'industrie suisse est d'autant plus disposée à fournir les marchés étrangers que son existence dépend de la possibilité d'exporter et que les prix d'exportation lui laissent, après la guerre, une marge intéressante de profit.

(1) Vorort de l'Union suisse du Commerce et de l'Industrie, « Rapport sur le commerce et l'industrie de la Suisse », Zurich, 1946, p. 16.

En bref, plus nous avançons dans le courant de l'année 1946, plus l'évolution de la conjoncture économique est bien orientée. On ne saurait cependant rendre la seule industrie suisse responsable de cette évolution. Tous les secteurs de l'économie y participent, à des degrés différents, il est vrai. C'est ainsi que l'agriculture n'atteint pas le rendement des années antérieures, alors que le commerce extérieur et le tourisme sont en nette reprise.

La première année d'après-guerre n'amène aucun changement important dans l'évolution des divers facteurs susceptibles d'influencer le rendement des valeurs mobilières. Le marché monétaire suisse ainsi que le marché des capitaux jouissent, comme pendant toute la période de guerre, d'une constante liquidité. Celle-ci ne manque pas d'avoir une répercussion favorable sur les Bourses suisses où les transactions particulièrement nombreuses amènent tous les cours à de notables avances. Nos marchés, qui pendant la deuxième guerre mondiale s'étaient affranchis quelque peu de l'influence de Wall Street, évoluent de nouveau plus fortement à la remorque de New-York [1]). C'est pour cette raison que de temps à autre en 1946, sans que rien ne justifie un raidissement de la cote, nos Bourses ne montrent pas de tendance bien définie. Ainsi, la cause des mouvements de recul des cours en mars et en septembre 1946 sur nos marchés doit être recherchée, avant tout, dans les revers essuyés par la cote de New-York. Dans l'ensemble cependant, les cours sur lesquels nous avons établi nos calculs de rendement terminent l'année à un niveau plus élevé que celui de janvier et la moyenne annuelle des cours est sans exception supérieure à celle de 1945.

Stimulé par la grande liquidité monétaire, le marché des obligations reste très animé en 1946. Pendant les premiers mois de l'année, toutes les valeurs à revenu fixe enregistrent une hausse de leurs cours qui tendent à se consolider dès le mois de mai. Ce niveau élevé ne peut toutefois être maintenu et en fin d'année un léger fléchissement se produit, particulièrement dans le compartiment des obligations industrielles. Sur le marché des actions, la hausse qui s'était manifestée, dès la fin des hostilités, persiste en 1946 jusqu'au mois de juin, fortement accentuée même pour certaines valeurs. Par la suite, le marché ne fait preuve d'aucune tendance bien définie jusqu'en septembre, où les cours des actions sont en forte baisse, suivie en novembre et décembre d'un nouveau redressement qui ramène les cours à leur niveau du début de l'année. La tendance est très diverse d'un groupe de valeurs à l'autre. C'est ainsi que les valeurs bancaires, du fait qu'elles sont l'objet d'une demande soutenue, ne connaissent pas le mouvement de baisse essuyé en septembre par les valeurs des sociétés financières. Nous pouvons en dire autant des valeurs d'assurances. Les actions industrielles, pour leur part, manquent d'uniformité à l'intérieur même de leur groupe. Alors que les valeurs de

(1) Bulletin financier du Crédit Suisse, 1946, p. 173.

l'industrie chimique, des sociétés d'électricité et de l'alimentation restent fermes toute l'année, les valeurs de l'industrie des machines perdent du terrain au cours des derniers mois. Cette diversité dans la tendance n'empêche cependant pas, en dernier ressort, la moyenne des cours des actions d'atteindre un niveau supérieur à celui de l'année précédente.

Les bonnes dispositions des marchés boursiers, la liquidité persistante du marché de l'argent et des capitaux et enfin le niveau élevé des cours ne vont pas sans influencer le rendement des valeurs mobilières suisses en 1946. Le rendement moyen des obligations qui pendant les trois dernières années de la période de guerre s'était, dans d'étroites limites, constamment amenuisé, suit cette tendance en 1946 encore. Tel qu'il ressort de nos calculs, établis sur 43 valeurs, il s'inscrit à 3,17 % soit en recul de 0,13 % par rapport à la dernière année de la période de guerre. Dans le cadre des différents groupes de valeurs à revenu fixe, c'est le rendement des valeurs cantonales et municipales qui accuse le plus fort recul ; en diminution de 0,25 %, il s'établit à 3,22 %. Puis viennent les valeurs des banques hypothécaires et des sociétés financières dont le rendement se chiffre à 3,10 %, soit en recul de 0,18 %, et enfin les valeurs fédérales qui, à 3,08 %, fournissent un rendement de 0,10 % inférieur à celui de 1945. Quant aux valeurs industrielles, continuant sur leur lancée de 1945, elles voient leur rendement augmenter de 0,01 % et se fixer à 3,57 %.

L'orientation de la tendance du rendement des valeurs mobilières suisses à revenu variable se calque en 1946 sur la tendance du rendement des obligations avec des marges de recul plus importantes toutefois. Ainsi, le rendement moyen annuel des actions, de 3,55 % en 1945 tombe à 3,13% en 1946, niveau le plus bas atteint par le rendement moyen de cette catégorie de valeurs au cours des quinze années sur lesquelles s'étend notre étude. Avec un rendement rétrograde de 0,44 % et en s'établissant à 3,63 % les valeurs d'assurances fournissent le meilleur rendement des divers groupes de valeurs à revenu variable. Au niveau le plus bas, nous retrouvons les valeurs des sociétés financières qui ne rapportent que 2,13 % brut, soit une diminution de 0,45 % par rapport à 1945.

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU FIXE
dans la période d'après-guerre: 1946-1950

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1946				
1. Confédération & C.F.F.	5	774,77	2.383,20	3,08
2. Cantons & Municipalités	12	312,13	1.003,75	3,22
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	10	209,27	647,85	3,10
4. Industries	16	203,70	726,25	3,57
Total: 1—4	43	1.499,87	4.761,05	3,17
1947				
1. Confédération & C.F.F.	5	827,83	2.672,45	3,23
2. Cantons & Municipalités	11	270,40	888,45	3,29
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	210,47	665,45	3,16
4. Industries	14	191,93	696,15	3,63
Total: 1—4	41	1.500,63	4.922,50	3,28
1948				
1. Confédération & C.F.F.	5	822,96	2.808,40	3,41
2. Cantons & Municipalités	12	297,61	1.038,75	3,49
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	10	198,47	692,20	3,49
4. Industries	13	181,09	628,05	3,47
Total: 1—4	40	1.500,13	5.167,40	3,44
1949				
1 Confédération & C.F.F.	5	818,12	2.433,20	2,97
2. Cantons & Municipalités	12	290,03	883,35	3,05
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	11	210,73	630,90	2,99
4. Industries	12	182,18	572,70	3,14
Total: 1—4	40	1.501,06	4.520,15	3,01
1950				
1. Confédération & C.F.F.	5	813,27	2.234,60	2,75
2. Cantons & Municipalités	12	300,16	752,75	2,51
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières	9	181,00	509,55	2,82
4. Industries	13	205,68	597,80	2,91
Total: 1—4	39	1.500,11	4.094,70	2,73

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES À REVENU VARIABLE

dans la période d'après-guerre: 1946-1950

GROUPES	Nombre de valeurs	Sommes des capitaux (millions de fr.)	Sommes des rendements (cap. x rend.)	Rendement brut
1946				
1. Banques	8	525,00	1.885,65	3,59
2. Sociétés financières	15	388,52	825,95	2,13
3. Assurances	5	69,20	251,00	3,63
4. Industries	27	517,90	1.728,45	3,34
Total: 1—4	55	1.500,62	4.691,05	3,13
1947				
1. Banques	8	525,00	2.044,50	3,89
2. Sociétés financières	14	363,52	743,80	2,05
3. Assurances	5	70,20	287,00	4,09
4. Industries	26	541,96	2.047,75	3,78
Total: 1—4	53	1.500,68	5.123,05	3,41
1948				
1. Banques	8	530,00	2.229,20	4,21
2. Sociétés financières	11	300,69	578,65	1,92
3. Assurances	5	81,80	309,45	3,78
4. Industries	24	586,90	2.145,05	3,65
Total: 1—4	48	1.499,39	5.262,35	3,51
1949				
1. Banques	8	530,00	2.047,60	3,86
2. Sociétés financières	11	300,69	737,20	2,45
3. Assurances	4	72,40	285,95	3,95
4. Industries	23	596,90	2.263,60	3,79
Total: 1—4	46	1.499,99	5.334,35	3,56
1950				
1. Banques	8	530,00	1.887,70	3,56
2. Sociétés financières	11	299,94	692,10	2,31
3. Assurances	4	72,40	233,55	3,23
4. Industries	23	596,90	2.272,20	3,81
Total: 1—4	46	1.499,24	5.085,55	3,39

Avec l'année 1946, la tendance du rendement à la baisse prend fin pour s'orienter vers une nouvelle reprise à laquelle l'évolution de la conjoncture, l'évolution du marché monétaire et des capitaux et la tenue des Bourses ne sont pas étrangères. En effet, les signes extérieurs d'une haute conjoncture économique prévalent en 1947 encore, pendant une partie de l'année du moins. Le manque de pouvoir d'achat dont souffrent certains pays étrangers et aussi l'apparition de concurrents toujours plus nombreux sur les marchés mondiaux commencent à influencer défavorablement nos industries d'exportation. Ces symptômes, précurseurs d'un revirement de la conjoncture, se multiplient l'année suivante, en 1948. Les ombres projetées sur le tableau de la situation économique de la Suisse au cours de cette année-là laissent pressentir que la période de prospérité de l'après-guerre touche à sa fin. La principale cause de cet état de fait a son origine surtout dans les restrictions apportées par certains pays aux échanges internationaux, par suite de leur pauvreté en devises.

Sur le plan national, un resserrement très net de l'activité se manifeste dans certaines branches de l'industrie, resserrement qui, en 1949, s'étend à presque tous les secteurs de notre économie. Mais, étant donné que, d'une part, certaines branches disposent de carnets de commandes bien garnis et que, d'autre part, des entreprises travaillent à la constitution de stocks, le degré d'occupation qui accusait un mouvement rétrograde depuis le premier trimestre de 1948 se stabilise à un niveau satisfaisant.

ACTIVITÉ DANS L'INDUSTRIE 1946—1950 [1] [2]

	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.
1946	131	138	140	140
1947	140	141	141	140
1948	135	131	128	124
1949	113	107	107	109
1950	105	111	123	134

La courbe de la conjoncture en Suisse reste, jusqu'à fin 1949, sous l'influence de la politique commerciale édictée par l'étranger et des effets de la dévaluation de nombreuses monnaies. Par la suite, au cours de l'année qui nous mène au terme de notre étude, les effets décisifs exercés par les événements militaires d'Extrême-Orient sur la marche de l'économie mondiale se répercutent également sur notre économie nationale. Le renversement de la conjoncture qui naît dans certaines branches de notre économie, avant le déclenchement du conflit coréen déjà, s'étend successivement, dès le mois de juin, à tous les secteurs de notre économie nationale. Cette orientation nouvelle ressort particulièrement des chiffres de notre commerce extérieur qui, en novembre 1950, sont supé-

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1947, N° 1, p. 39 et 1951, No. 1, p. 44.

(2) Voir remarque sous note 3 page 67.

rieurs de 600 millions de francs à l'importation et de 360 millions de francs à l'exportation aux chiffres de novembre de l'année précédente. Dans le même ordre d'idées, mentionnons le coefficient de l'activité industrielle qui pendant le premier trimestre 1950 n'était qu'à 105, soit en baisse de quatre points par rapport au dernier trimestre 1949, s'inscrit à 134 en fin d'année.

Sur le marché monétaire suisse, certains indices de tension se manifestent en 1947. Si les engagements à vue auprès de la Banque Nationale suisse, avec 1,1 milliard de francs, demeurent à peu près au même niveau que l'année précédente, on ne constate pas moins une diminution des disponibilités et, de toute part, une augmentation du recours au crédit. Les changements intervenus sur le marché de l'argent ressortent du mouvement du taux de l'escompte privé qui, maintenu à 1¼ % depuis fin 1940, est monté à 1½ % en octobre. Les symptômes d'une raréfaction des disponibilités prévalent en 1948 encore où le taux précité augmente au cours de l'année jusqu'à 1¾ % [1]). Une certaine détente se produit cependant au cours du second semestre et se poursuit, caractérisée par une grande liquidité, durant toute l'année suivante. Le haut degré de liquidité ressort de l'importance des engagements à vue auprès de la Banque Nationale suisse, lesquels, après avoir été dans le courant des mois d'août et septembre 1949 supérieurs à 2 milliards de francs, s'inscrivent en fin d'année à 1,7 milliard, soit à un niveau de près de 500 millions de francs supérieur à celui d'une année auparavant [2]). Le retour à la liquidité monétaire apparaît également dans le fait que le taux d'escompte hors-banque de 1½ — 1¾ % est ramené dès juin 1949 au taux unique de 1½ %.

La liquidité se maintient en 1950 aussi à un niveau extraordinairement élevé. Les engagements à vue auprès de l'Institut d'émission restent pendant la plus grande partie de l'année à un montant supérieur à 2 milliards de francs. Cette abondance d'argent résulte aussi bien de la reprise d'or et de devises par la banque d'émission que des remboursements d'emprunts et de la liquidation de stocks de marchandises qui procurent de nouveaux moyens au marché. Cette liquidité diminue quelque peu avec le regain de l'activité économique dès le second semestre. L'Institut d'émission et les banques ne conservent pas moins leurs taux d'escompte officiel à 1 ½ %, taux lombard à 2 ½ % et taux d'escompte privé à 1½ % pendant toute l'année.

Dès 1947, le marché suisse des capitaux présente un aspect différent, sur bien des points, de celui que nous avons relevé ces années précédentes. Si en 1946, malgré ses besoins financiers moins grands, la Confédération est restée encore le principal débiteur, en 1947, étant donné l'orientation favorable de la conjoncture dans le secteur industriel en particulier, les besoins en capitaux de l'économie privée s'accroissent considérablement. La majeure partie des emprunts privés représente des demandes d'argent frais et les émissions de corporations de droit public consis-

(1) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1948, N° 10, p. 13.

(2) Banque Nationale Suisse, Rapport, Berne, 1940, p. 18.

tent essentiellement en des emprunts de conversions. En 1948, les affaires d'émissions sont plus actives. Les corporations de droit public, les Centrales de lettres de gage et les banques cantonales peuvent couvrir leurs besoins en capitaux en recourant à un bailleur de fonds nouveau venu sur le marché : le fonds de compensation de l'assurance vieillesse et survivants, lequel place une somme de 350 millions de francs en valeurs mobilières au cours de l'année [1]). La stabilisation de la conjoncture se reflète nettement en 1949, sur le marché des capitaux qui est mis à contribution pour 557 millions de francs d'obligations contre 772 millions l'année précédente, et nous sommes loin des 1,9 milliard de 1945. Les émissions sont plus nombreuses en 1950 ; cette recrudescence est due davantage aux conditions extraordinairement favorables qui règnent sur le marché qu'aux besoins de capitaux. Sur un total d'emprunts de 930 millions de francs, les conversions se sont élevées à 779 millions contre 216 millions en 1949 [2]). Relevons enfin, depuis la fin de la guerre, la mise à contribution du marché suisse des capitaux par des débiteurs étrangers à raison de huit emprunts — obligations d'une valeur nominale totale de 366 millions de francs [3]).

A l'égal de l'évolution diverse du marché des capitaux, les conditions d'emprunt se font plus ou moins favorables suivant les années. Alors qu'en 1947, comme au cours de la première année d'après-guerre, la majorité des emprunts est placée au taux de 3¼% et quelques-uns à 3½% pour des cours voisinant le pair, les modalités d'emprunt s'alourdissent en 1948, où le type 3½ % domine pour les mêmes cours d'émission. Dès 1949, l'augmentation des capitaux en quête de placements et la diminution des possibilités d'investissements permettent aux débiteurs de couvrir leurs besoins en capitaux à des conditions bien meilleures. Si les entreprises industrielles accordent à leurs prêteurs un taux de 3½ %, les corporations de droit public placent aisément des emprunts à long terme au taux de 3 % pour des cours d'émission allant jusqu'à 100,40 % en 1949 et 105,40 en 1950. Au cours de cette dernière année, la Confédération émet en souscription publique un emprunt de conversion au taux de 2¾ % pour un cours de 101 % plus droit de timbre. Le haut degré de la conjoncture et les besoins financiers accrus de l'économie privée dans les premières années d'après-guerre stimulent également les émissions publiques d'actions. En 1949, par suite de la stagnation de la conjoncture, les placements d'actions rétrogradent à nouveau et au cours de la dernière année de la période d'après-guerre, il n'est placé que pour 32 millions de francs d'actions contre un maximum de 126 millions en 1947 [4]).

Alors que l'on attendait de violents remous en Bourse après la guerre, une forte baisse ne se produit pas. Si elle a lieu, elle n'est que passa-

---

(1) Bulletin annuel de l'Union de Banques suisses, 1949, p. 16.
(2) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1951, N° 1, p. 33.
(3) Banque Nationale suisse, Rapport, Berne, 1950, p. 21.
(4) Bulletin mensuel de la Banque Nationale suisse, Zurich, 1949, N° 1, p. 32 et 1951, N° 1, p. 33.

gère grâce au fait que la réorganisation économique mondiale s'effectue avec méthode. Une tendance très ferme, nous l'avons vu, a prévalu aux Bourses suisses pendant la majeure partie de l'année 1946. En 1947, elles sont caractérisées par une ambiance faite d'optimisme et de pessimisme. La tendance ferme de l'année précédente s'est maintenue jusqu'au mois d'août, où certaines valeurs atteignent même des cours maxima. Par la suite, jusqu'en fin d'année, il se produit un glissement qui n'est interrompu que par de brefs redressements.

L'indécision des Bourses suisses à suivre une orientation bien définie s'affirme en 1948 par une activité de moins en moins animée. Si, pendant le mois de janvier, les cours de toutes les valeurs sont en nette reprise, l'influence conjuguée de la politique internationale toujours plus tendue et l'ambiance déprimante de la Bourse de New-York incitent, dès février, le public boursier à faire preuve de plus de circonspection. Comme l'année dernière, la cote est marquée en 1948 par quelques raffermissements sporadiques, insuffisants cependant pour maintenir la moyenne des cours au niveau de 1947. Dans les premiers mois de 1949, le volume des opérations boursières est assez restreint et les cours des valeurs mobilières vont s'amenuisant jusqu'à fin mars. En avril, les affaires s'animent et donnent lieu à un mouvement de hausse qui se poursuit jusqu'à l'époque des dévaluations étrangères en automne. Le public de placement comme la spéculation ont alors de la peine à s'orienter pendant quelques jours, mais le moment d'incertitude passé, une nouvelle reprise des affaires se manifeste, provoquant pendant les deux derniers mois de l'année un vigoureux mouvement de hausse de toutes les valeurs [1]). La reprise de la conjoncture et l'afflux de capitaux créent, en 1950. une ambiance favorable sur les marchés boursiers suisses. Si, à partir de février, l'esprit d'initiative quelque peu émoussé amène une baisse générale, les cours ne font pas moins preuve d'une remarquable capacité de résistance qui dure jusqu'en juin. Par la suite, les événements d'Extrême-Orient provoquent, en juillet, une violente réaction qui dès la fin du mois fait place à un nouveau mouvement de hausse, lequel persiste environ jusqu'à la fin de l'année.

Sur le marché suisse des obligations, l'orientation favorable des cours que nous avons relevée en 1946, se maintient en 1947 jusqu'au mois d'août, amenant plusieurs valeurs à de nouveaux cours maxima. C'est ainsi, par exemple, que l'obligation 3½% Fédéral 1943 qui cotait 104,80% au 15 août 1946 atteint 104,85 % au 15 juillet 1947. Par la suite, un mouvement de recul, faible d'abord, puis accentué pendant les derniers mois de l'année, prédomine si bien que, dès novembre, toutes les plus-values réalisées au cours des deux années précédentes sont annihilées. Etant donné la capacité d'absorption très réduite du marché, une tendance régressive domine pendant le premier trimestre de 1948 encore, entrecoupée par des redressements sporadiques. Dès le mois de mai, le climat de lourdeur qui caractérisait le

(1) Bulletin financier du Crédit Suisse, 1949, p. 127.

marché depuis le milieu de 1947 fait place à une ambiance plus animée et, en décembre, la plupart des cours accusent une reprise de un point à un point et demi par rapport au niveau le plus bas de l'année, coté en avril.

L'avance des cours constatée depuis le mois de mai 1948 se poursuit pendant le premier semestre de 1949, voire même, jusque dans le courant de juillet. Au cours de l'été, les valeurs fédérales atteignent des cours records; les obligations 3½% Fédéral 1943 se traitent, le 15 juillet, à 107 %, et les obligations 3½ % Fédéral 1945 à 108,30 %. Dès lors, la bonne tenue de la cote, pour ce qui concerne le compartiment des valeurs à revenu fixe, fait place à une ambiance d'insécurité. L'aggravation de la crise de la livre sterling se traduit dans nos Bourses par une contraction des transactions et une évolution irrégulière des cours. Lorsque la dévaluation de la livre et des autres monnaies devient une réalité, en septembre, les obligations reculent fortement sous le coup d'importantes réalisations. Mais, dans les semaines et dans les mois qui suivent, elles regagnent le terrain perdu et, au 15 décembre, leurs cours s'inscrivent à peu près au niveau des cours maxima de juillet et les cours moyens atteignent un des plus hauts niveaux que nous ayons connus.

Le mouvement ascendant des cours des valeurs à revenu fixe, commencé quelques jours après les dévaluations de l'automne 1949 se poursuit, en 1950, jusqu'au milieu de l'année, atteignant un niveau inégalé jusqu'ici, tant pour les emprunts publics que privés. Les emprunts déjà cités ci-dessus, à savoir 3½ % Fédéral 1943 et 1945 cotent respectivement 109 % et 110,40 % au 15 juin. L'obligation 3¼ % Centrale des lettres de gage des Banques cantonales suisses 1945, série 30, cote à la même date 107,25 % et l'obligation 3½ % Aar et Tessin d'électricité 1942, 109,35 %. En corrélation avec le conflit coréen, en juin, les offres d'obligations augmentent et un mouvement rétrograde des cours se dessine ; à l'exception d'un semblant de reprise en juillet, il se poursuivra jusqu'à la fin de l'année. Grâce aux bonnes dispositions qui ont prévalu pendant le premier semestre, les cours moyens annuels, en 1950, s'inscrivent sans exception à un niveau supérieur à celui de l'année précédente.

La tendance de fermeté générale qui a prévalu sur le marché des obligations pendant le premier semestre de 1947 ne réussit pas à gagner le marché suisse des actions. Malgré le haut degré d'occupation dont bénéficie notre économie, le volume des transactions dans le compartiment des valeurs à revenu variable reste assez restreint jusqu'en avril, d'où des cours plutôt rétrogrades. Ce mouvement de recul, particulièrement marqué pour certaines valeurs, telles que les actions bancaires, le sera beaucoup moins pour d'autres, et inexistant même pour les valeurs de l'industrie chimique, par exemple, dont les cours restent en constante progression. Pendant l'été, les cours ont tendance à se consolider pour fléchir à nouveau vers le déclin de l'année. Après une velléité de reprise en janvier de l'année suivante, 1948, les cours des actions accusent un recul général jusqu'en avril et, dans les mois qui suivent, une tendance indécise se manifeste, avec un volume de transactions réduit qui a pour

effet une baisse importante en octobre. Comme l'année dernière, les reculs enregistrés ne sont pas marqués de la même intensité pour toutes les valeurs. Parmi les plus touchées par la tendance générale sujette à la baisse, il convient de citer les actions des sociétés financières qui pendant toute l'année sont influencées par les nouvelles politiques venant de l'étranger, ainsi que les actions bancaires qui, depuis le début du deuxième trimestre, restent constamment à un niveau de beaucoup inférieur aux cours de 1947. Les valeurs industrielles par contre, particulièrement les actions de l'industrie des machines, de la métallurgie et de l'alimentation, à l'encontre de la tendance générale, sont non seulement en mesure de maintenir les cours les plus hauts atteints vers le milieu de l'année, mais encore de les améliorer en novembre et décembre. Les actions des compagnies d'assurances, pour leur part, font preuve d'une bonne capacité de résistance et s'échangent à des cours stables tout au long de l'année.

Après avoir commencé l'année dans de bonnes dispositions, la tendance devient hésitante dès février et mars 1949 sur le marché suisse des actions, influencé qu'il est par l'ambiance déprimante de la Bourse de New-York. Par la suite, abstraction faite d'une sensible accalmie peu avant la dévaluation de la livre sterling en septembre, un mouvement de hausse se déclenche et persiste jusqu'en novembre, où le sommet de la courbe est atteint. Les actions, qui l'année précédente n'avaient pas été l'objet d'une attention spéciale de la part des investisseurs, ont, en 1949, les faveurs de la cote. C'est ainsi que la moyenne des cours des valeurs bancaires et des sociétés financières est, sur toute la ligne pour les premières et à une ou deux exceptions près pour les secondes, supérieure à la moyenne de 1948. En revanche, les valeurs industrielles sont plutôt délaissées et les offres ne sont souvent absorbées qu'à des cours en recul, ceci surtout pour les titres de l'industrie chimique.

Le marché des actions suisses en 1950, reste, à l'exception du mois de juillet, constamment sous le signe de la hausse. Devant la régression continue du rendement des valeurs à revenu fixe, les investisseurs se portent toujours davantage sur le marché des valeurs à revenu variable où la demande n'est satisfaite qu'à des cours en continuelle reprise. Jusqu'au terme de la dernière année de notre étude, ce sont principalement les valeurs des compagnies d'assurances, des banques et de l'industrie qui bénéficient de ce regain d'activité.

De pair avec l'évolution diverse, en Suisse, de la conjoncture économique, du marché de l'argent et des capitaux, ainsi que des marchés boursiers, le rendement des valeurs mobilières suisses montre, dès 1947, des tendances différentes, aussi bien en ce qui concerne le rendement moyen annuel de chaque catégorie de valeurs que le rendement moyen des divers groupes que nous avons formés. Par suite de la tendance régressive des cours de Bourse qui prédomine dès le milieu de l'année, le rendement des valeurs mobilières à revenu fixe subit un revirement en 1947. De descendante qu'elle était, en 1946, la courbe du rendement moyen

s'oriente de nouveau vers la hausse en s'inscrivant à 3,28% en 1947. Ce mouvement se poursuit en 1948 aussi, où le rendement des obligations s'établit à 3,44% de moyenne annuelle. Au cours de ces deux années, ce sont les groupes des valeurs fédérales et des banques hypothécaires et sociétés financières qui accusent la plus forte hausse. En passant, les premières, de 3,08% à 3,41%, et les secondes, de 3,10% à 3,49%, leurs rendements respectifs sont, en 1948, en augmentation de 0,33 % et 0,39 % par rapport à leurs rendements de 1946. Le rendement moyen des valeurs cantonales et municipales augmente pendant le même laps de temps de 0,27 % pour s'inscrire au niveau de 3,49 %. Quant au rendement des valeurs industrielles, en s'établissant à 3,47%, soit en diminution de 0,10% par rapport à 1946, il revient au niveau du rendement des autres groupes de valeur à revenu fixe dont il s'était séparé dès 1945.

L'ambiance particulièrement animée qui règne sur les marchés boursiers suisses pendant les deux dernières années de la présente période se reflète nettement dans le niveau du rendement des valeurs à revenu fixe, qui, dès 1949, reprend le mouvement de baisse dont il s'était départi deux ans auparavant. C'est ainsi que, de 3,44% en 1948, le rendement moyen total des obligations retombe en 1949 à 3,01 % et en 1950 à 2,73 %, ce dernier chiffre représentant le rendement moyen le plus bas du compartiment des valeurs à revenu fixe. Alors qu'en 1949, seul le rendement des groupes des valeurs fédérales et des banques hypothécaires et sociétés financières était descendu en dessous de 3 %, au cours de la dernière année de notre étude le rendement des quatre groupes d'obligations tombe uniformément au dessous de ce taux.

Dans le compartiment des valeurs à revenu variable, la courbe du rendement subit en 1947 et 1948 le même rebroussement que celui que nous venons de relever pour la catégorie des valeurs à revenu fixe. Le mouvement de hausse du rendement moyen total est toutefois plus marqué encore en ce qui concerne les actions, puisqu'en s'élevant de 3,13 % en 1946 à 3,51 % en 1948 il augmente de 0,38 %. La tendance diverse des cours des actions pendant ces deux années a pour corollaire une diversité d'orientation de la courbe du rendement des divers groupes de valeurs. Alors qu'en 1947, mis à part le groupe des sociétés financières qui, depuis cinq ans au moins, poursuit une baisse lente mais tenace, le rendement des valeurs de banques, des assurances et de l'industrie s'oriente vers la hausse avec, dans l'ordre, 0,30 %, 0,46 % et 0,44 % d'augmentation. En 1948, seul le rendement des valeurs bancaires persiste dans cette direction, et en s'inscrivant à 4,21 % il augmente encore de 0,32 %. Les valeurs des assurances et de l'industrie, par contre, tout comme le groupe des sociétés financières, fournissent un rendement inférieur à celui de 1947.

Cette diversité dans l'orientation du rendement des valeurs à revenu variable prédomine encore en 1949, où le rendement moyen total s'établit à 3,56 %. A l'encontre des mouvements qui se dessinaient en 1948, c'est, cette année-ci, le rendement des valeurs qui était en baisse l'année

dernière, soit des actions de compagnies d'assurances et de l'industrie, auxquelles se sont jointes les valeurs des sociétés financières, qui est en augmentation de 0,14 % minimum à 0,53 % maximum suivant les groupes de valeurs. Le mouvement inverse de la tendance se produit pour ce qui concerne le rendement des valeurs bancaires, qui, en augmentation l'année dernière, rétrograde à 3,86 %, soit en diminution de 0,35 %.

Au cours de la dernière année de notre étude, le mouvement du rendement des valeurs suisses à revenu variable présente une image plus homogène. En effet, à part le rendement du groupe des valeurs industrielles qui accuse une minime augmentation de 0,02 %, tous les autres groupes fournissent un rendement inférieur à celui de l'année précédente, dans des limites variant entre 0,14 % minimum pour le groupe des sociétés financières et 0,72 % maximum pour les assurances. Le rendement moyen total des actions, pour sa part, s'établit, en 1950, à 3,39 % seulement, reflétant bien l'engouement du public boursier depuis quelques années, notamment depuis celles comprises dans la dernière période de notre étude, pour les valeurs à revenu variable, à défaut de rendement suffisant de la part des valeurs mobilières à revenu fixe.

CONCLUSION

Une première constatation ressort indubitablement de notre étude, c'est que la tendance générale du rendement des valeurs mobilières suisses est nettement orientée vers la baisse. D'aucuns trouveront peut-être que notre étude allant de 1936 à 1950 se rapporte à une période des plus mouvementées. Quoiqu'il en soit, le lien de causalité entre la politique et l'économie ne marque pas moins de son influence le niveau du rendement. Au cours des trois phases de notre étude, en effet, alors que les mouvements de baisse du rendement sont dus plutôt à des considérations d'ordre économique, les mouvements de hausse sont provoqués par des facteurs d'ordre politique et militaire.

L'intensité de la baisse du rendement moyen apparaît, sur la base de nos calculs, moins prononcée dans le compartiment des valeurs mobilières suisses à revenu fixe que dans celui des valeurs à revenu variable, dont l'accroissement négatif du trend est annuellement de 0,13 contre 0,08 pour les obligations. Cette différence d'intensité doit être attribuée à l'état dans lequel se trouve, depuis la dernière guerre mondiale, le marché suisse des capitaux. Ceux-ci se sont formés en une telle abondance que les capitalistes ne peuvent que formuler des exigences plus modestes, d'où la tendance fondamentale à la baisse du loyer de l'argent en général et du rendement des valeurs mobilières en particulier. Dans la mesure où le désir d'obtenir de ses titres à revenu fixe un rendement aussi convenable que possible devient sans objet par suite de l'utilité relative de ses capitaux, l'investisseur se familiarise avec le marché des actions ; le fait que l'épargne s'investit de plus en plus en valeurs mobilières à revenu variable exerce sur le rendement de cette catégorie de valeurs, dès le milieu de la période de guerre, une influence plus prononcée encore que celle provoquée par l'abondance de capitaux sur le rendement des obligations. En conséquence, une diminution en moyenne annuelle plus forte caractérise la tendance du rendement dans le compartiment des valeurs mobilières à revenu variable.

La question du niveau et des oscillations du rendement des deux grandes catégories et des divers groupes de valeurs que nous avons formés, ayant été abondamment traitée dans la troisième partie de notre étude, en nous fondant sur des faits que chacun peut analyser, nous laissons aux lecteurs, selon leurs sphères d'intérêts, le soin de comparer et de faire ressortir les avantages ou les désavantages des valeurs mobilières suisses pour ce qui concerne leur rendement au cours des années 1936 à 1950. Relevons simplement, par souci de précision, que conformément à la théorie classique, en raison de l'incertitude où elles se trouvent quant au montant du dividende qui leur sera attribué, les valeurs

mobilières suisses à revenu variable fournissent, à l'exception de l'année 1946, un rendement supérieur à celui fourni par les valeurs à revenu fixe.

On ne peut s'empêcher, étant donné l'évolution de la tendance du rendement que nous avons essayé de vulgariser au cours de notre étude, de relever combien les possibilités de placements rémunérateurs en valeurs mobilières suisses deviennent de plus en plus rares. Par suite de la politique de l'argent à bon marché que connaît le milieu du 20ème siècle, l'âge d'or du petit rentier semble définitivement révolu. Il n'est donc plus question, aujourd'hui, de procéder à des investissements en valeurs mobilières selon des bases considérées autrefois comme classiques. L'unique voie de salut semble consister plutôt, pour qui veut se contenter d'un rendement honorable de son épargne, dans l'adoption d'une formule souple, permettant l'adaptation de la technique des placements aux circonstances politiques, économiques et monétaires.

En guise de conclusion, nous nous permettrons donc de suggérer aux investisseurs petits et grands de faire leur cette formule de M. L. L. B. Angass :

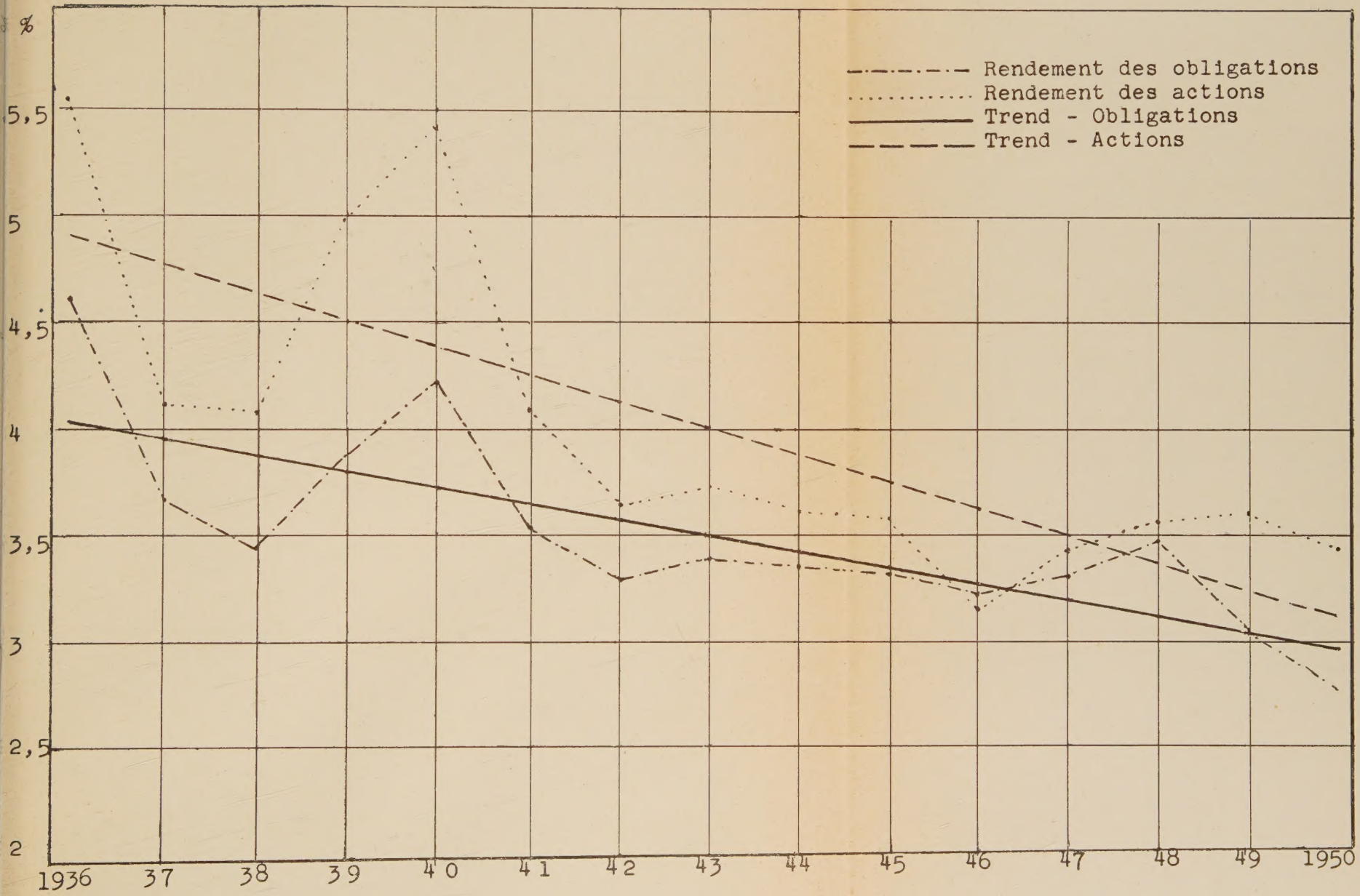
> «Rien n'est plus irrationnel que d'effectuer des placements permanents dans une économie qui change continuellement» [1]).

(1) Angass L.L.B., op. cit., p. 20

ANNEXE I

HAUSSE (+) ET BAISSE (—) DU RENDEMENT MOYEN DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES D'UNE ANNÉE À L'AUTRE

GROUPES	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949	1950
Valeurs à revenu fixe															
1 Confédération & C.F.F. .	—	—1,06	—0,14	+0,51	+0,33	—0,68	—0,22	+0,12	—0,03	—0,04	—0,10	+0,15	+0,18	—0,44	—0,22
2. Communes & Municipalités	—	—1,06	—0,31	+0,54	+0,49	—0,80	—0,40	+0,15	—0,07	—	—0,25	+0,07	+0,20	—0,44	—0,54
3. Banques hypothécaires & Sociétés financières . . .	—	—0,59	—0,40	—0,04	+0,37	—0,60	—0,25	+0,04	—0,06	—0,05	—0,18	+0,06	+0,33	—0,50	—0,17
4. Industries	—	—0,87	—0,21	+0,38	+0,17	+0,63	—0,25	—	—0,05	+0,08	+0,01	+0,06	—0,16	—0,33	—0,23
Rendement total 1 à 4 . .	—	—0,93	—0,22	+0,42	+0,35	—0,69	—0,26	+0,09	—0,04	—0,02	—0,13	+0,11	+0,16	—0,43	—0,28
Valeurs à revenu variable															
	1936	1937	1938	1939	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949	1950
1. Banques	—	—1,77	—0,05	+0,51	+1,44	—1,13	—0,74	+0,02	—0,16	+0,22	—0,43	+0,30	+0,32	—0,35	—0,30
2. Sociétés financières . . .	—	—3,10	—0,97	+2,21	—1,32	—2,31	+0,24	+0,21	—0,13	—0,41	—0,45	—0,08	—0,13	+0,53	—0,14
3. Assurances	—	—1,13	—	+0,86	+1,18	—0,55	—0,72	—0,40	+0,15	+0,03	—0,44	+0,46	—0,31	+0,17	—0,72
4. Industries	—	+0,15	+0,73	+0,04	+0,80	—0,89	—0,72	+0,07	—0,04	—0,07	—0,35	+0,44	—0,13	+0,14	+0,02
Rendement total 1 à 4 . .	—	—1,38	—0,04	+0,88	+0,43	—1,32	—0,47	+0,07	—0,10	—0,05	—0,42	+0,28	+0,10	+0,05	—0,17

ANNEXE II

RENDEMENT DES VALEURS MOBILIÈRES SUISSES DE 1936 À 1950